

## Chapitre 4

# Les opérations financières et la qualité de l'information

1 - Les évolutions de la régulation des opérations et de l'information financières en 2012 .....	78
2 - La publication et la diffusion de la doctrine en 2012 .....	86
3 - Les opérations financières et les caractéristiques notables de certaines opérations financières en 2012 .....	88
4 - Les offres publiques d'acquisition .....	97
5 - Les aspects comptables .....	107
6 - Les travaux de la Commission consultative et des groupes de place en matière d'opérations et d'informations financières des émetteurs .....	110

---

# 1 – Les évolutions de la régulation des opérations et de l'information financières en 2012

---

## A – LES ÉVOLUTIONS MISES EN ŒUVRE EN 2012

### 1 – LA DIRECTIVE PROSPECTUS

La révision de la directive 2003/71/CE dite « Prospectus », réalisée par la directive 2010/73/UE du 24 novembre 2010 a introduit et modifié un certain nombre de dispositions auxquelles les émetteurs doivent désormais se conformer. Ces dispositions ont fait l'objet de mesures de transposition tant au niveau législatif que réglementaire. Par ailleurs, deux règlements modifiant le règlement d'application de la directive Prospectus n° 809/2004 ont également été adoptés par la Commission européenne.

La directive révisée permet, dans certains cas, une élévation du seuil en deçà duquel une offre de titres financiers n'est pas constitutive d'une offre au public. Ainsi, le seuil d'offre au public nécessitant l'élaboration d'un prospectus visé par l'Autorité des marchés financiers a été relevé à 5 millions d'euros, sauf pour les premières admissions sur le compartiment offre au public d'Alternext Paris. Pour ces dernières opérations, le seuil de 2,5 millions d'euros a été maintenu, à la demande de l'entreprise de marché qui gère le système multilatéral de négociation organisé.

La directive prévoit également de nouveaux cas de dispense à l'obligation d'établissement d'un prospectus, notamment pour les offres en cascade faites par des investisseurs. Les investisseurs qui revendent les titres peuvent utiliser le prospectus établi par l'émetteur sous réserve du consentement exprès de ce dernier. Pour les émetteurs qui établissent un prospectus, de nouveaux schémas, dits d'information proportionnée, ont été introduits. Ils réduisent les coûts d'émission pour les entreprises en prenant en compte leur taille et en s'appuyant sur l'information déjà à disposition du marché. Ces schémas s'appliquent, au choix de l'entreprise, pour les émissions faites par les sociétés d'une capitalisa-

tion inférieure à 100 millions d'euros<sup>1</sup> et les émissions avec droit préférentiel de souscription réalisées par les sociétés cotées<sup>2</sup>.

Par ailleurs, afin d'assurer une meilleure comparabilité, le contenu des prospectus de base, des conditions définitives et des résumés a été encadré par un règlement adopté par la Commission européenne le 30 mars 2012. À la suite de l'entrée en vigueur de la directive, l'ESMA a également mis en ligne sur son site des questions réponses actualisées.

### 2 – LE RAPPORT DU GROUPE DE TRAVAIL SUR LES ASSEMBLÉES GÉNÉRALES D'ACTIONNAIRES DE SOCIÉTÉS COTÉES

L'AMF porte une attention particulière aux conditions dans lesquelles les actionnaires peuvent exercer leurs droits de vote aux assemblées. L'une des actions retenues dans son dernier plan stratégique par l'AMF est d'ailleurs de poursuivre, en liaison avec les émetteurs et les actionnaires, les réflexions concernant l'organisation des assemblées afin que la participation des actionnaires y soit pleinement assurée. L'AMF a donc décidé, en mai 2011, de confier à un groupe de travail, présidé par Olivier Poupard-Lafarge, membre du Collège, le soin d'articuler des propositions autour des thèmes suivants : le dialogue entre actionnaires et émetteurs à l'occasion de l'assemblée, le fonctionnement de l'assemblée et le vote des conventions réglementées.

Le rapport du groupe de travail a été publié en juillet 2012 après avoir été soumis à consultation publique. Ce rapport a émis 33 propositions dont les suivantes :

- l'introduction d'une possibilité d'une troisième voie d'expression pour l'actionnaire par la reconnaissance en droit français d'une véritable abstention distincte des votes « contre ».

---

1. Ou ne dépassant pas certains critères de taille.

2. Sur un marché réglementé ou sur Alternext.

1
2
3
4
5
6

D'autre part, le mécanisme de transmission des votes des actionnaires non-résidents devrait être amélioré car il est d'une relative complexité, davantage en raison des circuits utilisés que du droit applicable ;

- s'agissant des réflexions menées sur le bureau de l'assemblée, certaines pratiques actuellement observées mériteraient d'être clarifiées et formalisées. Le rôle de l'établissement centralisateur pour déterminer les éléments de la feuille de présence pourrait être formellement reconnu. Il est également proposé que les membres du bureau ne participent pas aux décisions qui les concerneraient personnellement ;
- un effort de lisibilité et de transparence devrait être accompli en matière de conventions réglementées. Le rôle respectif des différents acteurs qui participent au processus d'approbation et de ratification de ces conventions doit être rappelé et parfois renforcé. Ainsi, le conseil d'administration est invité à motiver ses décisions en vue de l'approbation des conventions réglementées par l'assemblée générale des actionnaires ;
- une amélioration de la définition du périmètre des conventions réglementées : les conventions conclues avec les filiales détenues à 100 % tout au long de l'exercice pourraient être exclues de ce périmètre. À l'inverse, les conventions conclues entre un dirigeant ou un administrateur et une filiale doivent être portées à la connaissance des actionnaires de la société mère et faire l'objet de la procédure de conventions réglementées au niveau de la société mère.

Certaines propositions s'adressent directement aux acteurs concernés, notamment aux sociétés cotées. Elles peuvent être appliquées par les acteurs concernés dès que possible. Certaines d'entre elles n'ont pas vocation à s'appliquer aux valeurs moyennes et petites, même si ces dernières peuvent décider de s'y référer ou de s'en inspirer en pratique.

Les autres propositions s'adressent soit aux pouvoirs publics lorsqu'elles impliquent des modifications législatives et/ou réglementaires, soit à certaines associations ou organismes professionnels. L'AMF assure le suivi de la mise en œuvre de ces propositions.

### 3 - LES MODIFICATIONS RELATIVES AU DROIT DES OFFRES ET AUX FRANCHISSEMENTS DE SEUILS

#### a - Les nouvelles règles applicables aux offres publiques sur Alternext

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

Restaient en revanche hors du contrôle de l'AMF, toutes les offres initiées de façon volontaire, que la pratique désignait sous les termes d'« offres contractuelles ». Or, lorsqu'à l'issue d'une telle offre, l'initiateur venait à franchir les seuils de 50 % du capital ou des droits de vote, il devait procéder au dépôt obligatoire d'un projet d'offre publique soumis à l'examen de conformité de l'AMF, ce qui *in fine* revenait à ce que cette dernière examine *a posteriori* l'offre contractuelle préalablement ouverte. Une telle occurrence posait la question d'une extension de la compétence de l'AMF aux offres publiques volontaires sur Alternext.

NYSE Euronext a, conformément aux dispositions de l'article L. 433-1 IV du code monétaire et financier, demandé à l'AMF d'appliquer l'intégralité de son règlement général aux offres publiques visant les sociétés cotées sur le marché Alternext. Un arrêté du 11 juin 2012<sup>3</sup> a homologué les modifications apportées au règlement général concernant l'extension de l'application des règles d'offres publiques aux offres volontaires visant les sociétés admises aux négociations sur les marchés précités.

Cet arrêté introduit également, spécifiquement pour les systèmes multilatéraux de négociation organisés (Alternext), deux cas de dérogation supplémentaires au dépôt obligatoire d'un projet d'offre publique<sup>4</sup>.

Le premier cas concerne un actionnaire (ou des actionnaires) agissant de concert qui viendrait(en) à franchir le seuil de 50 % du capital ou des droits de vote à la suite de leur souscription à une

3. Publié au Journal officiel du 11 juillet 2012.

4. Visés par l'article 235-3 du règlement général.

augmentation de capital réservée, soumise à l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires. Dans le cadre de cette dérogation, une information adéquate devra être donnée aux actionnaires lors de l'assemblée générale, afin de leur permettre de prendre une décision en toute connaissance de cause.

Le second cas a trait à une situation où un actionnaire ou des actionnaires agissant de concert viendrai(en)t à franchir le seuil de 50 % du capital ou des droits de vote à la suite de l'exercice (ou de la conversion) de titres donnant accès au capital, dont l'attribution a été préalablement soumise à l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires. La dérogation ne pourra bénéficier qu'à l'attributaire des titres donnant accès au capital, désigné en assemblée générale comme étant susceptible de prendre à terme le contrôle de la société.

#### **b – L'extension de la condition suspensive liée à l'examen des autorités de la concurrence d'un autre État**

L'article 231-11 du règlement général de l'AMF permettait à l'initiateur d'une offre publique de prise de contrôle d'assortir son offre d'une condition suspensive en vertu de laquelle l'offre serait caduque si l'opération de rapprochement était soumise à une procédure de contrôle des concentrations et que cette procédure entrait en phase d'analyse approfondie.

Cette condition suspensive était toutefois limitée aux seules procédures de contrôle des concentrations françaises, d'un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen, de la Commission européenne et de la *Federal Trade Commission* américaine.

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

#### **c – La poursuite d'un programme de rachat d'actions en OPE**

Les restrictions d'intervention de l'initiateur sur ses propres titres en cas d'offre comportant la remise de titres, ont été allégées afin de permettre désormais la poursuite du programme de rachat d'actions pendant les périodes d'offre et de pré-offre<sup>5</sup>.

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

L'autorisation vise tout programme de rachat dont l'exécution a déjà commencé lorsque débute la période d'offre (ou de pré-offre, le cas échéant). À l'inverse, un programme de rachat d'actions d'ores et déjà approuvé en assemblée générale, mais qui n'a pas encore été concrètement mis en œuvre par la société, ne bénéficiera pas de cette autorisation. Enfin, par extension, l'autorisation de poursuite des interventions peut concerner également la pratique de marché admise du contrat de liquidité mis en œuvre dans le cadre d'un programme de rachat d'actions, dès lors qu'il remplit les critères d'acceptabilité de la décision de l'AMF du 21 mars 2011.

#### **d – La modification du régime applicable aux franchissements de seuils**

L'AMF a transposé dans son règlement général les nouvelles dispositions introduites par l'article 25 de la loi du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives<sup>6</sup>, concernant le régime des déclarations de franchissement de seuils légaux<sup>7</sup>, entrées en vigueur le 1<sup>er</sup> octobre 2012.

5. Nouvel article 231-41 du règlement général de l'AMF.

6. Loi n° 2012-387 du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives.

7. Articles L. 233-7 et suivants du code de commerce.

1
2
3
4
5
6

Ainsi, les actions et droits de vote sur lesquels portent les instruments dérivés à dénouement en espèces et accords équivalents<sup>8</sup> font l'objet d'une assimilation pour les besoins du calcul des seuils déclaratifs légaux.

Les principales modifications du règlement général sont les suivantes :

- l'assimilation est prévue pour les franchissements de seuil (art. 223-11) mais pas pour le déclenchement de l'offre obligatoire (art. 234-1) ;
- la déclaration doit être renouvelée en cas de modification, au sein de la détention globale du déclarant, de la répartition entre les actions possédées et les actions assimilées (art. 223-11-1 I) ;
- la clarification du principe selon lequel un même titre ne peut être assimilé qu'une seule fois par un même déclarant (art. 223-11-1 II).

#### 4 – LA DISPARITION DU FICHER DES INVESTISSEURS QUALIFIÉS

En 2012, 569 personnes, dont 211 personnes morales et 358 personnes physiques, ont demandé leur inscription au fichier des investisseurs qualifiés soit un quasi-doublement par rapport à 2011. Le fichier des investisseurs qualifiés a ainsi compté 1998 personnes, dont 404 personnes morales et 1594 personnes physiques.

Dans le cadre de la transposition en droit français de la directive Prospectus révisée<sup>9</sup>, ce registre des investisseurs qualifiés a disparu, en novembre 2012, et la notion d'investisseur qualifié a été alignée sur celle de client professionnel.

8. On désigne par ces termes les accords ou instruments financiers réglés exclusivement en espèces et ayant pour leur bénéficiaire un effet économique similaire à la possession des actions sous-jacentes (terminologie de l'article L. 233-7 du code de commerce), comme par exemple les *equity swaps*, les *contracts-for-difference* (CFD) ou les options d'achat à règlement en espèces.

9. Décret n° 2012-1243 du 8 novembre 2012 modifiant l'article D. 411-1 du code monétaire et financier portant transposition de la directive 2010/73/UE du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 modifiant la directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé.

Toute personne, physique ou morale, qui était inscrite sur le fichier des investisseurs qualifiés n'a plus automatiquement la qualité de client professionnel<sup>10</sup>.

Pour pouvoir prétendre à la qualité de client professionnel, cette personne<sup>11</sup> devra désormais remplir au moins deux des trois critères mentionnés à l'article D. 533-11 du code monétaire et financier pour être considérée comme un client professionnel ou :

- total du bilan égal ou supérieur à 20 millions d'euros,
- chiffre d'affaires net ou recettes nettes égaux ou supérieurs à 40 millions d'euros,
- capitaux propres égaux ou supérieurs à 2 millions d'euros ;

À défaut cette personne pourra demander à son prestataire de services d'investissement d'être traitée comme un client professionnel sur option dans les conditions de l'article 314-6 du règlement général de l'AMF.

#### 5 – LA COORDINATION DES RÉGULATEURS DE L'ESMA EN MATIÈRE COMPTABLE

##### a – Les *European Enforcers Coordination Sessions* (EECS)

Sous-comité du *Corporate Reporting Standing Committee*, ce groupe a pour objectif de recenser et de partager les principales positions prises en matière d'application des normes IFRS, de manière à garantir une approche convergente de la supervision par les régulateurs européens de l'application des IFRS par les sociétés cotées (*enforcement*).

Ces sessions (8 en 2012) sont l'occasion d'échanger sur des problématiques rencontrées par les régulateurs et s'appuient sur les décisions prises par les régulateurs nationaux qui alimentent une base de données commune. Fin 2012, 568 décisions y étaient enregistrées, contre 467 en 2011. Les principales normes sur lesquelles les décisions ont porté en 2012 sont :

- IAS 1 – Présentation d'actifs ;
- IAS 8 – Méthodes comptables, changements d'estimations comptables et erreurs ;

10. Au sens de l'article L. 533-16 du code monétaire et financier.

11. Si elle ne fait pas déjà partie des autres clients professionnels ou contreparties éligibles de plein droit listés aux articles D. 533-11 et D. 533-13 du code monétaire et financier.

- IAS 18 – Produits des activités ordinaires ;
- IAS 36 – Dépréciation d'actifs.

Depuis 2007, l'ESMA (CESR jusqu'en 2010) publie régulièrement des extraits de sa base de données afin de favoriser une application homogène des normes IFRS au sein de l'Union européenne. En 2012, un extrait supplémentaire, contenant neuf décisions, a été publié. À ce jour, 143 décisions ont été portées à la connaissance du public.

## B – Les travaux et les publications de l'ESMA

Les régulateurs de marché ont été très attentifs à l'application des normes comptables IFRS dans les comptes 2011.

L'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) a ainsi réalisé une analyse relative aux informations données en annexe par les institutions financières à propos du risque grec.

L'ESMA a également publié en décembre 2012 une recommandation sur le traitement de la *forbearance*<sup>12</sup> dans les états financiers IFRS des institutions financières. La recommandation rappelle les normes IAS 39 (indicateurs objectifs de dépréciation, modalités d'évaluation et de comptabilisation des dépréciations) et IFRS 7, en les déclinant de manière spécifique à la *forbearance*.

Enfin, toujours à l'initiative de l'ESMA une étude sur l'application de la norme IAS 36 (Dépréciation des actifs non financiers) a été publiée en janvier 2013. Cette étude porte sur les informations données en annexe sur les tests de dépréciation des actifs sur un échantillon de plus de 200 émetteurs. L'étude formule des recommandations pour les exercices à venir notamment sur la nécessité de mieux décrire les circonstances ayant entraîné une dépréciation le cas échéant et d'être plus spécifique dans la description des hypothèses de détermination de la valeur recouvrable (taux d'actualisation, taux de croissance à l'infini, période couverte par la projection des flux et méthode de détermination des flux futurs), et souligne l'importance de la nécessité de présenter des analyses de sensibilité.

12. Pratique consistant à amender, réaménager ou restructurer les prêts accordés par un prêteur en raison des difficultés financières de son débiteur.

Pour finir, l'ESMA a publié quatre thématiques relatives à l'application des normes IFRS qui devront faire l'objet de contrôles par les régulateurs nationaux et qui ont été reprises dans les recommandations de l'AMF (cf. chapitre 4, p. 107).

## B – LES ÉVOLUTIONS EN COURS OU À VENIR

### 1 – LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE

#### a – Le neuvième rapport annuel sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants

Le rapport sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne fait partie de l'information réglementée, au sens du règlement général de l'AMF et doit en conséquence faire l'objet d'une diffusion effective et intégrale par voie électronique<sup>13</sup> et être déposé auprès de l'AMF. Les sociétés qui n'ont pas satisfait à cette obligation figurent sur une liste publiée par l'AMF<sup>14</sup>. L'AMF a publié, le 11 octobre 2012, son 9<sup>e</sup> rapport annuel sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées.

Ce rapport annuel de l'AMF a évolué sur un certain nombre d'aspects importants en 2012. Il a été élaboré sur la base d'un échantillon de 60 sociétés cotées, dont 35 du CAC 40, se référant exclusivement au Code AFEP-MEDEF. Pour la première fois, les meilleures et les moins bonnes pratiques de certains émetteurs sont soulignées en désignant nominativement ces derniers. Des développements plus substantiels sont également consacrés au contexte et aux grands débats actuels sur la gouvernance des sociétés cotées. Enfin, l'AMF a adopté une lecture plus exigeante du respect du principe « appliquer ou expliquer », prévu par les articles L. 225-37 et L. 225-68 du code de commerce.

Les principaux constats établis depuis trois ans par l'AMF dans le cadre de ce rapport permettent de conclure que le code AFEP-MEDEF et les recommandations de l'AMF ont fait évoluer de manière positive les pratiques et l'information donnée par les grandes sociétés.

13. Articles 222-1 et 222-9 du règlement général de l'AMF.

14. Liste disponible sur le site internet de l'AMF.

En matière de gouvernement d'entreprise, l'AMF relève notamment une diminution du nombre de sociétés qui ne donnent pas d'explications circonstanciées sur un changement de structure de gouvernance intervenu durant l'année, une forte progression de la représentation des femmes au sein des conseils, une augmentation de la part des administrateurs ne détenant qu'un seul mandat, exécutif ou non. L'AMF déplore néanmoins une certaine standardisation des explications données et estime qu'elles devraient être plus précises et adaptées à la situation particulière de chaque société.

S'agissant des rémunérations, un effort significatif de transparence a été réalisé par les émetteurs quant à la centralisation des informations relatives aux rémunérations des dirigeants et à la présentation du tableau récapitulatif proposé par l'AMF ou une information équivalente. En revanche, la présentation des informations individualisées relatives aux retraites à prestations définies est généralement incomplète. Par ailleurs, 30 % des sociétés ne détaillent pas les critères qualitatifs des rémunérations variables. L'AMF relève également la mise en place de certains dispositifs non encadrés par le code AFEP-MEDEF : régimes de retraite, indemnités diverses, *retention plan*, rémunération conditionnelle différée, *cash incentives* (actions synthétiques, etc.), rémunération variable *ad hoc* et invite les associations professionnelles à faire évoluer leur code pour soumettre ces rétributions aux grands principes d'encadrement et de détermination des rémunérations.

Enfin l'AMF regrette que ses « pistes de réflexion » aient été jusqu'à présent peu ou pas suivies par les associations professionnelles. Plus fondamentalement, elle s'interroge sur le processus même d'élaboration des codes de gouvernement d'entreprise, dont la crédibilité et la portée pourraient être renforcées en y associant l'ensemble des parties intéressées.

## b – Les nouvelles orientations européennes

La Commission européenne a publié, le 12 décembre 2012, une communication intitulée « Plan d'action : droit européen des sociétés et gouvernance d'entreprise – un cadre juridique moderne pour une plus grande implication des actionnaires et une meilleure viabilité des entreprises » dans la continuité de deux consultations publiques, l'une sur son Livre vert relatif au cadre

de la gouvernance d'entreprise dans l'Union européenne et l'autre sur l'avenir européen du droit des sociétés (du 20 février au 14 mai 2012). Les initiatives prévues, tant législatives que non-législatives, suivent trois axes principaux<sup>15</sup> et s'appuient notamment sur une révision de la directive de 2007 sur les droits des actionnaires<sup>16</sup>. Il est notamment envisagé :

- la publication de la politique de diversification des conseils et de gestion des risques non financiers ;
- l'amélioration de l'information sur la gouvernance d'entreprise, par un renforcement de la portée du principe « appliquer ou expliquer » sur l'application des codes de gouvernement d'entreprise ;
- la publicité des politiques en matière de vote et d'engagement des investisseurs institutionnels ;
- l'amélioration de la transparence des politiques de rémunération et des rémunérations individuelles des administrateurs, et l'octroi aux actionnaires du droit de vote sur la politique de rémunération (*say on pay*) ;
- une extension du droit de regard des actionnaires sur les transactions avec des parties liées ;
- une clarification de l'appréciation des actions de coopération des investisseurs sur les questions de gouvernance d'entreprise au regard de l'action de concert ;
- des règles en matière de transparence et de conflits d'intérêts applicables aux conseillers en vote (*proxy advisors*).

Sur ce dernier point, la Commission européenne fait référence aux travaux de l'ESMA sur les agences de conseil en vote, initiés mi-2011 et qui abordent les diverses problématiques liées à cette activité. À l'issue d'une consultation publique, l'ESMA a proposé quatre options d'encadrement de ces acteurs, allant de l'absence d'action à une initiative législative, et a finale-

15. Ces trois axes sont : accroître la transparence entre les entreprises et les investisseurs ; encourager l'implication à long terme des actionnaires ; et améliorer l'encadrement des opérations transfrontalières des entreprises.

16. Directive 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées.

ment choisi fin 2012 l'option 2, soit la mise en place d'un code de conduite, déclinant des principes établis par l'ESMA et rédigé par les acteurs concernés. Une clause de rendez-vous est prévue pour début 2015.

## 2 - L'IMPACT DE LA DIRECTIVE ABUS DE MARCHÉ POUR LES ÉMETTEURS

Le dispositif « Abus de marché » a fait l'objet, en novembre 2011, d'une proposition de révision de la directive de 2003, sous la forme de projets de règlement et de directive obligeant pour la première fois les États à prévoir des infractions pénales en la matière. Ces deux textes ont fait l'objet d'un compromis du Conseil et du vote de la commission ECON du Parlement européen, à l'occasion duquel ont été introduites des modifications en relation avec le scandale du Libor. De nouveaux paragraphes ont ainsi été insérés pour définir les indices concernés et adapter le manquement de manipulation de cours dans ce type de cas.

Plusieurs dispositions concernent particulièrement les émetteurs. Sont ainsi en cours de discussion le maintien des pratiques de marché admises dans le cadre de la directive en vigueur et l'encadrement des sondages de marché. La définition de l'information privilégiée pourrait être élargie.

Certaines obligations déclaratives seraient allégées pour les émetteurs cotés sur des marchés de croissance des PME (*SME growth markets*) : l'établissement d'une liste d'initiés ne serait plus requis, et le régime de déclaration des transactions des dirigeants serait adapté en matière de délai, de champ des transactions ou de seuil.

D'autres sujets d'attention qui concernent moins directement les émetteurs sont également discutés tels que les règles de manipulation des indices, les modalités de reconnaissance des pratiques de marché admises et le régime de sanction administrative.

L'arsenal des sanctions serait élargi et proche du droit français. De même, un manquement d'entrave à la recherche d'abus pourrait être créé. Les critères de détermination de la nature et du *quantum* de la sanction seraient complétés et précisés et pourraient donc induire certaines modifications du droit français. L'appréciation de la portée du principe *non bis in idem* demeure

toutefois incertaine : si le cumul de sanctions administrative et pénale ne devrait pas être remis en cause, la liberté laissée aux États membres pourrait se traduire dans certaines juridictions par l'exclusivité de sanctions pénales, potentiellement source d'arbitrages réglementaires.

## 3 - LA DIRECTIVE TRANSPARENCE

Cette directive a pour objectif de définir les obligations d'information financière permanente et périodique des sociétés dont les titres sont cotés sur un marché réglementé de l'espace économique européen.

En application de son article 33, elle a fait l'objet d'un projet de révision qui a été publié par la Commission européenne (CE) le 25 octobre 2011. Dans ce cadre, la CE a indiqué vouloir réviser les règles relatives à la publication de l'information financière périodique, perfectionner le régime de notification des participations importantes pour mieux prévenir les prises de contrôle « rampantes », en incluant notamment dans le périmètre de déclaration des franchissements de seuils les instruments ayant un effet économique similaire à la détention d'actions, et renforcer les sanctions encourues aussi bien en matière d'information périodique que de franchissement de seuils.

Au cours de l'année 2012, l'AMF et les autorités françaises ont fait valoir leurs positions sur un certain nombre de points. L'AMF s'est notamment prononcée en faveur d'un allongement à 3 mois du délai maximal de publication du rapport financier semestriel et du maintien de certaines dispositions concernant les déclarations de franchissement de seuil<sup>17</sup>. Ces dispositions ne font pas l'unanimité au sein des différents États membres.

## 4 - LA CONSOLIDATION DES ENTITÉS

L'IASB a publié le 12 mai 2011 de nouvelles normes traitant de la consolidation des entités et de la consolidation des *joint ventures*. Elles

---

17. La possibilité de prévoir des seuils en capital, le cumul des seuils de 30 % et d'un tiers, les seuils additionnels de 90 % et 95 %, le régime des déclarations d'intention afférent à certains seuils, l'exclusion des titres donnant accès à des actions à émettre et de l'exemption de *trading* dans le calcul du périmètre de notification et un délai de notification suffisamment long.



auront potentiellement un impact en termes de présentation des états financiers des sociétés cotées.

Ces trois nouvelles normes sont les suivantes :

- IFRS 10 sur les états financiers consolidés ;
- IFRS 11 sur les partenariats ;
- IFRS 12 sur les informations à présenter en annexe pour les entités consolidées et non consolidées.

Ces normes avaient été mises au programme de travail de l'IASB dans le cadre du projet de convergence avec les normes américaines.

La date d'application prévue par l'IASB est le 1<sup>er</sup> janvier 2013 avec une application rétrospective (présentation des comptes comparatifs retraités au 31/12/2012 et au 01/01/2012). La Commission européenne a adopté ces normes en 2012 avec une date d'application au 1<sup>er</sup> janvier 2014 et la possibilité d'une adoption anticipée.

## 5 – LA RÉFORME DE L'AUDIT

Le 30 novembre 2011, la Commission a proposé des projets de directive et de règlement européens sur l'audit légal. Ces projets :

- modifient la directive Audit de 2006 relative au contrôle légal des comptes (décrivant les qualifications et les devoirs des commissaires aux comptes, leur indépendance, la supervision externe et les règles de coopération entre superviseurs) ;
- établissent un règlement définissant les exigences spécifiques pour le contrôle légal des entités d'intérêt public (EIP).

L'origine de ces projets est la crise financière qui a mis en lumière des faiblesses dans le contrôle légal des comptes, en particulier celui des établissements financiers. Au-delà de cette considération, une des idées forces a été de renforcer l'indépendance des auditeurs en évitant les conflits d'intérêts, d'harmoniser les systèmes de supervision de la profession et d'améliorer la qualité des rapports d'audit.

Ces nouveaux projets devraient aboutir à l'horizon de l'automne 2013 et portent sur les principaux sujets suivants :

- la libéralisation des règles en matière de propriété des cabinets d'audit.

- la limitation du nombre de services autres que d'audit et la création de firmes « pur audit ».
- le principe de la rotation obligatoire des cabinets d'audit.
- la surveillance européenne du secteur de l'audit.

## 6 – LA RÉGLEMENTATION ET LE SUIVI DES AGENCES DE NOTATION

### a – La deuxième révision du règlement européen sur les agences de notation

Après une première révision en mai 2011 du règlement du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit, la Commission européenne a publié le 16 novembre 2011 une nouvelle proposition de révision, qui a fait l'objet d'un compromis politique entre les co-législateurs européens fin novembre 2012. Cette révision, qui étend le champ du dispositif aux perspectives et mises sous alerte, traite en particulier les questions de prévention des conflits d'intérêts, de modification des méthodologies, de réduction de la dépendance aux notations et de responsabilité des agences, au travers des principales mesures suivantes :

- la réduction progressive du recours excessif ou mécanique aux notations, tant dans les pratiques des acteurs des marchés que dans les normes applicables ;
- une rotation obligatoire tous les quatre ans de l'agence mandatée pour les émetteurs de produits de re-titrisation ;
- une double notation pour les produits de titrisation et un renforcement des exigences d'information sur le sous-jacent de ces produits ;
- la soumission des notations et perspectives au régime de l'information privilégiée ;
- une limitation de la détention de participations dans plusieurs agences et de la notation d'un actionnaire d'une agence ;
- un encadrement plus précis de la notation des dettes souveraines (méthodologie et calendrier) ;
- une publication centralisée des notations par l'ESMA et une plus grande transparence des tarifications, commissions perçues et changements de méthodologie.

1

2

3

4

5

6

## b – Le rapport annuel de l'AMF sur les agences de notation

Le huitième et dernier<sup>18</sup> rapport annuel de l'AMF sur les agences de notation a été publié le 20 août 2012.

Il présente les évolutions de la réglementation internationale intervenues durant l'année, la Commission européenne ayant notamment adopté des règlements délégués en février et mars 2012, et aborde les enjeux à venir, en particulier celui de la réduction de la dépendance aux notations, dans le cadre de la troisième révision du règlement Agences (*cf. supra*).

L'évolution des notations traduit une nouvelle dégradation de la perception du risque de crédit en France, et plus largement en Europe, en lien direct avec la crise de la dette souveraine en zone euro. Une nouvelle augmentation du nombre, de la fréquence et de l'ampleur des dégradations des notes des États membres est intervenue. Les entreprises n'ont pas échappé à cette tendance même si dans l'ensemble, en 2011, un tiers des émetteurs ont connu une dégradation d'au moins une de leurs notes, avec une forte concentration dans le secteur bancaire. Cependant, la qualité de la dette *corporate* notée en France est dans l'ensemble restée bonne.

---

## 2 – La publication et la diffusion de la doctrine en 2012

---

### A – LES OFFRES DE TITRES FINANCIERS PAR PLACEMENT PRIVÉ

En 2012, plusieurs émetteurs ont souhaité réaliser des offres de titres financiers par placement privé à moins de 150 personnes<sup>19</sup> actionnaires et /ou dirigeants sur le fondement des dispositions de l'article L. 225-136 du code de commerce.

L'AMF a rappelé dans ce cadre que l'offre de titres financiers par placement privé devait s'inscrire dans le respect des autres dispositifs existants et notamment celle de l'article L. 225-138 du code de commerce qui prévoit expressément, dans le cadre d'une augmentation de capital à bénéficiaire dénommé, l'impossibilité pour les bénéficiaires de prendre part au vote en raison de la situation de conflit d'intérêts dans laquelle ils se trouvent ou, dans les émissions au profit de catégorie de bénéficiaires, l'obligation pour l'assemblée générale de fixer les caractéristiques des catégories. Tel serait le cas si une émission par placement privé avait comme uniques ou principaux bénéficiaires des actionnaires ou des dirigeants, ce qui constituerait manifestement un recours abusif à cette forme de placement.

En effet, les actionnaires qui autorisent une telle offre renoncent à l'exercice de leur droit préférentiel de souscription, de sorte que l'objectif principal de ce type d'opération est l'ouverture du capital de la société à de nouveaux investisseurs. De même, les dirigeants ne peuvent pas non plus être les bénéficiaires uniques ou principaux d'une offre de titres financiers par placement privé eu égard à la situation de conflit d'intérêts potentiel dans laquelle ils se trouvent s'ils fixent le prix de souscription.

---

18. Compte tenu du transfert de compétences à l'ESMA, le second alinéa de l'article L. 544-4 du code monétaire et financier a en effet été supprimé par l'article 34 bis de la loi portant diverses dispositions d'adaptation de la législation au droit de l'Union européenne en matière économique et financière.

19. À compter du 1<sup>er</sup> juillet 2012 contre 100 personnes auparavant – Modification issue de la directive révisée 2010/73/73 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 modifiant la directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé.

Pour l'ensemble de ces raisons, l'AMF a estimé qu'une émission par placement privé ne peut avoir comme bénéficiaires uniques ou principaux des actionnaires ou des dirigeants de la société<sup>20</sup>.

## B – L'INFORMATION DU MARCHÉ LORS DE LA MISE EN PLACE ET L'EXÉCUTION D'UN PROGRAMME D'EQUITY LINES OU PACEO

Certains émetteurs envisagent régulièrement de mettre en place des *equity lines* ou PACEO (programme d'augmentation de capital par exercice d'options), montage financier consistant en des augmentations de capital fractionnées en plusieurs tranches étalées dans le temps. L'intermédiaire financier, qui n'a pas vocation à devenir actionnaire et à participer au développement de la société, souscrit aux augmentations de capital successives de l'émetteur dans l'intention de céder rapidement les titres souscrits sur le marché.

Il ressort du schéma de souscription et revente des titres nouveaux à travers des *equity lines* que le souscripteur des titres a pour unique fonction d'assurer à la société une levée immédiate de financement tout en transférant rapidement les risques vers le marché, destinataire final des augmentations de capital, qui absorbe au fil de l'eau les titres ainsi émis. L'information diffusée au marché doit donc prendre en considération la destination finale des titres émis dans le cadre des opérations d'*equity lines*, à savoir le marché.

Dans ce contexte, l'AMF a précisé le contenu de l'information à donner au marché lors de la mise en place et l'exécution d'un programme d'*equity lines* ou PACEO<sup>21</sup>. L'AMF a également indiqué qu'elle considérait que la nature des programmes d'*equity lines* n'était pas en adéquation avec les caractéristiques du compartiment placement privé d'Alternext qui, comme son nom l'indique, est destiné aux opérations par placement privé,

alors que les titres souscrits dans les *equity lines* sont *in fine* destinés à être cédés sur le marché sans distinguer les types d'investisseurs.

## C – LA POSITION-RECOMMANDATION AMF N° 2007-10 SUR L'OBLIGATION D'INFORMATION SUR LA DATE DE DÉTACHEMENT DU DIVIDENDE

L'AMF a attiré l'attention des émetteurs concernés sur l'incidence de la date de détachement du dividende sur le cours des instruments dérivés sur action ou indice<sup>22</sup>. En raison de leur impact potentiel sur la valorisation des positions ouvertes de dérivés, les données relatives au montant du dividende proposé au vote de l'assemblée générale des actionnaires, ainsi qu'à la date de son détachement, sont considérées comme des informations privilégiées au sens de l'article 621-1 du règlement général de l'AMF. Elles appellent une vigilance identique en termes de communication.

L'AMF a recommandé que les émetteurs qui choisissent une date de détachement de dividende sensiblement différente de celle retenue lors de l'exercice précédent communiquent avec un délai raisonnable, permettant aux acteurs des marchés dérivés d'intégrer cette information dans leur modèle de valorisation des instruments financiers à terme. L'AMF a recommandé également qu'une vigilance accrue soit portée à ces effets lorsque l'action sous-jacente représente une composante significative d'un indice faisant l'objet de dérivés activement traités. Les mêmes principes sont applicables lorsque les émetteurs modifient leur politique de distribution des dividendes en prévoyant un ou plusieurs acomptes sur dividendes ou en modifiant la date de détachement de ces acomptes.

20. Position AMF n° 2012-09. Les offres de titres financiers par placement privé.

21. Position-recommandation AMF n° 2012-18 - Information du marché lors de la mise en place et l'exécution d'un programme d'*equity lines* ou PACEO qui complète la position de l'AMF relative aux *equity lines* et aux PACEO publiée le 16 novembre 2007 reste applicable.

22. L'AMF se réfère en ce sens aux questions-réponses publiées par l'ESMA le 9 janvier 2012 sur cette question (ESMA 2012/9 « Questions and answers on the common operation of the Market Abuse Directive »).

## D – LA MISE EN PLACE D'UNE NOUVELLE PRATIQUE DE MARCHÉ RELATIVE AUX CONTRATS DE LIQUIDITÉ OBLIGATAIRE

Cette décision de l'AMF a fait suite aux travaux de place visant à identifier les moyens d'apporter davantage de liquidité au marché secondaire des obligations. Certains acteurs du marché souhaitent la mise en place d'un contrat de liquidité obligataire, à l'image de ce qui existe déjà sur les marchés d'actions, pour confier à un intermédiaire le soin d'intervenir en toute indépendance sur le marché secondaire de leurs titres.

La mise en place d'un contrat de liquidité obligataire vise à améliorer la liquidité du marché secondaire. Comme pour les marchés actions, cette pratique est encadrée par un dispositif soumis à l'approbation préalable de l'AMF.

Par décision du 10 mai 2012, l'Autorité des marchés financiers a accepté une nouvelle pratique de marché relative aux contrats de liquidité obligataire. Cette décision précise le cadre juridique de ces contrats.

# 3 – Les opérations financières et les caractéristiques notables de certaines opérations financières en 2012

## A – LES OPÉRATIONS FINANCIÈRES SUR TITRES DE CAPITAL EN 2012

Le nombre de visas délivrés par l'AMF en 2012 a augmenté par rapport à 2011, avec 614 visas délivrés en 2012 contre 585 l'année précédente.

### 1 – LE BILAN DES VISAS D'INTRODUCTION

Le nombre d'introductions en bourse est en baisse, malgré un début d'année actif. L'AMF a ainsi délivré 18 visas d'introduction en 2012 sur les marchés de NYSE Euronext contre 23 l'an dernier.

Visas délivrés sur introductions*	2011	2012
Compartiment A	2	0
Compartiment B	3	1
Compartiment C	1	6
Compartiment Professionnel	3	2
Compartiment Valeurs étrangères	0	0
Euronext	9	9
Alternext	14	9

Source : AMF

\* Y compris transferts et opérations reportées.

Ces introductions se sont faites majoritairement sur Alternext et Euronext C, et les opérations ont été de taille modeste, avec une prédominance de sociétés ayant leur activité dans les domaines des biotechnologies et des technologies médicales.

## 2 - LES RADIATIONS

L'année a été marquée par 48 radiations, dont 33 radiations du marché réglementé. Ces radiations sont, pour la plupart, consécutives à des offres publiques de retrait obligatoire, ou à des liquidations judiciaires.

### Marché/Compartiment de radiation

Radiations	2011	2012
Compartiment A	4	1
Compartiment B	11	7
Compartiment C	21	20
Compartiment professionnel	1	1
Compartiment spécial*	1	1
Compartiment valeurs étrangères	1	3
Euronext	39	33
Alternext	8	15

Source : AMF

\* Y compris le compartiment des valeurs radiées.

### Procédures de radiations

Radiations à la suite de :	2011	2012
Offres publiques de retrait suivies d'un retrait obligatoire	10	9
Retraits obligatoires après offres publiques	14	16
Procédures ordonnées de retrait/Offres d'achat/de cession volontaires **	1	4
Fusions-absorptions	0	3
Liquidations judiciaires/Cessions d'actifs/Dissolution	6	14
Transferts de marché	12	2
Offres publiques hors OPRO	0	0
Rachats obligatoires des titres	0	0
Initiatives sociétés	4	0
<b>Total</b>	<b>47</b>	<b>48</b>

Source : AMF

\*\* Les procédures ordonnées ont été regroupées avec les offres d'achat.

### 3 - LES ÉMISSIONS DE TITRES DE CAPITAL OU DONNANT ACCÈS AU CAPITAL SUR LE MARCHÉ RÉGLEMENTÉ

En nombre de visas, le nombre d'émissions sur les marchés réglementés est stable avec 35 visas en 2012 contre 33 visas en 2011.

Ces émissions présentaient les caractéristiques suivantes :

	2011	2012	Variation en %
Émissions et admission sur un marché réglementé	33	35	6 %
1 - Avec maintien du droit préférentiel de souscription*	22	19	-13 %
ACTIONS	20	18	-10 %
ABSA	1	-	-
OBSAR	1	-	-
ORA	0	-	-
OCEANE	0	1	-
OSCA	0	-	-
BSAR	0	-	-
2 - Avec suppression du droit préférentiel de souscription*	11	16	45 %
ACTIONS	3	5	66 %
BSA	0	3	-
BSAR	0	-	-
OCEANE	5	4	-20 %
OBSA	0	-	-
OBSAR	0	-	-
ORA	0	1	-
ORNANE	3	1	-66 %
OPIRNANE	0	2	-

Source : AMF

\* ABSA : action à bons de souscription d'actions.

OBSAR : obligation à bons de souscription d'actions avec faculté de rachat des bons.

ORA : obligation remboursable en actions.

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

OSCA : obligation subordonnée convertible en actions.

BSAR : bon de souscription d'actions remboursables.

OBSA : obligation à bon de souscription d'actions.

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

OPIRNANE : obligation à performance immobilière remboursable en numéraire et/ou en actions nouvelles et/ou existantes.

#### a - Les émissions réalisées avec maintien du droit préférentiel de souscription

À l'instar de l'année précédente, la plupart des émissions ont été réalisées avec maintien du droit préférentiel de souscription.

Parmi les opérations notables, on notera les trois opérations suivantes, dont deux sont des émissions avec droit préférentiel de souscription qui suivent une émission réservée.

- L'augmentation de capital de PSA dans le cadre de l'alliance conclue avec General Motors

PSA Peugeot Citroën et General Motors ont annoncé le 29 février 2012 la création d'une alliance stratégique mondiale. Cet accord, visant à améliorer la compétitivité des deux constructeurs, repose sur deux piliers : le partage de plateformes de véhicules et la création d'une *joint venture* d'achat à l'échelle mondiale.

1
2
3
4
5
6

PSA Peugeot Citroën a ainsi procédé à une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription pour un montant brut d'1 milliard d'euros, garantie par un syndicat bancaire.

Pour permettre à General Motors de détenir 7 % du capital de PSA à l'issue de cette émission, le groupe familial Peugeot s'est engagé à lui céder une partie de ses droits préférentiels de souscription (DPS). Cette cession a été faite à la valeur théorique du droit et est décrite dans le paragraphe relatif aux engagements de souscription du prospectus.

Dans ce contexte, l'AMF a veillé à ce qu'il soit précisé dans le prospectus que les informations y figurant permettent de rétablir l'égalité d'accès entre les différents actionnaires et investisseurs à l'information relative au groupe PSA Peugeot Citroën.

Outre la description de l'alliance, et des engagements des différentes parties, un point précis a été fait sur la gouvernance (celle de PSA Peugeot Citroën à l'issue de l'opération et celle de l'alliance).

• **L'émission de Technicolor**

Technicolor a annoncé début mai 2012 son intention de procéder à une augmentation de capital afin de réduire la dette du groupe, accroître sa marge de manœuvre financière, stabiliser son actionariat et soutenir la réalisation de son plan stratégique.

Après un processus de sélection des investisseurs intéressés, la société s'est irrévocablement engagée à recommander aux actionnaires de voter pour la proposition de JP Morgan. Cette dernière s'engageait à prendre 25 % du capital de la société par le biais d'une émission réservée, au prix de 1,60 € par action, puis à suivre partiellement une émission avec droit préférentiel de souscription au prix de 1,56 € par action.

Le 25 mai 2012, Vector Capital, qui avait acquis 0,6 % du capital, a déposé des projets de résolution concurrents à ceux proposés par JP Morgan, comportant des conditions financières différentes. Vector s'engageait à prendre 18 % du capital de la société par le biais d'une émission réservée, au prix de 1,90 € par action, puis à suivre partiellement une émission avec DPS au prix de 1,56 € par action.

Devant cette situation inédite de deux projets d'augmentation de capital concurrents présentés à une même assemblée générale, et dans un contexte

où la compétition sur les offres primaires n'est pas organisée par les textes, à la différence de la compétition en matière d'offres publiques sur titres déjà émis, l'AMF a veillé à ce que les actionnaires disposent d'une information la plus complète possible sur les alternatives proposées aux actionnaires en amont de l'assemblée générale.

La société Technicolor a soumis au visa un prospectus en vue de l'émission et de l'admission des titres au profit de JP Morgan. Ce prospectus en date du 13 juin présentait les termes de l'accord conclu entre Technicolor et JP Morgan, ainsi que l'offre alternative de Vector. Une expertise indépendante a également été réalisée et présentée dans le prospectus.

Le lendemain du visa, Vector a porté de 1,90 € à 2,00 € euros le prix de souscription de l'augmentation de capital réservée.

Lors de l'assemblée du 20 juin, les actionnaires ont approuvé à une très large majorité les résolutions relatives à l'opération proposée par Vector.

Un second prospectus en vue de l'admission des titres au profit de Vector a été visé le 12 juillet, et actualisé le 26 juillet avec l'insertion du rapport financier semestriel dans une note complémentaire. Les investisseurs qui avaient déjà décidé de souscrire des actions émises dans le cadre de l'augmentation de capital avec maintien du DPS avant que la note complémentaire ne soit publiée, ont eu le droit de retirer leurs ordres de souscription pendant deux jours de négociation suivant la publication de cette note complémentaire.

• **Les émissions de GL Events**

Le 21 septembre 2012, le groupe GL Events a annoncé un projet de renforcement de ses fonds propres, avec deux augmentations de capital successives : une augmentation de capital réservée à un nouvel investisseur et une seconde opération réalisée avec maintien du DPS des actionnaires, le nouvel investisseur souscrivant à la seconde augmentation de capital à hauteur des DPS acquis lors de l'émission.

Dans le cadre de l'augmentation de capital réservée, l'AMF a visé un prospectus sur l'admission des titres à émettre susceptibles de représenter plus de 10 % du capital de la société. Pour la bonne information des actionnaires, le prospectus visé a été mis à disposition du public en amont de la tenue de l'assemblée des actionnaires

appelée à se prononcer sur l'opération. Il présentait l'ensemble du projet, y compris le projet d'augmentation de capital avec DPS à venir, la nouvelle gouvernance instaurée par le pacte d'actionnaires mis en place à cette occasion, objet d'une dérogation à l'obligation de déposer une offre publique préalablement octroyée par le Collège de l'AMF, et précisait plus particulièrement les modalités d'investissements, directs et indirects, du nouvel investisseur dans le groupe.

Par ailleurs, l'opération présentait la particularité de s'appuyer sur une résolution fixant ses modalités sur la base d'un prix de souscription déterminable et non pré-fixé. Ce mécanisme était présenté dans la note d'opération, et illustré par une simulation basée sur les derniers cours connus.

Dans un second temps, un prospectus au titre de l'augmentation de capital avec maintien du DPS a été visé, présentant une mise à jour des informations relatives à la société, et notamment un compte rendu de la tenue de l'assemblée des actionnaires et des résultats de l'opération réservée.

#### **b - Les émissions réalisées avec abandon du droit préférentiel de souscription : CGG Veritas**

Les opérations avec abandon du droit préférentiel de souscription concernent essentiellement des émissions d'obligations donnant accès au capital.

Parmi les quatre émissions d'OCEANE, on retient notamment celle de CGG Veritas (CGG), émission qui a été réalisée dans un contexte de refinancement d'une acquisition. Fin septembre 2012, le groupe Compagnie Générale de Géophysique-Veritas (CGG Veritas) a annoncé l'acquisition, pour un montant de 1,2 milliard d'euros, de l'essentiel des actifs de la division Geoscience de la société néerlandaise Fugro.

Dans le cadre du financement de cette acquisition, CGG Veritas a réalisé deux opérations financières :

- une première opération par offre au public a été réalisée par augmentation de capital en numéraire, avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires ; elle a permis la levée de 414 millions d'euros à fin octobre 2012. Cette opération a été visée au lendemain de l'annonce de l'acquisition envisagée ;

- une seconde opération réalisée mi-novembre 2012 a consisté en un placement privé, avec suppression du droit préférentiel de souscription et sans délai de priorité, d'obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions ordinaires nouvelles ou existantes (OCEANE) pour un montant total de 360 millions d'euros après exercice de l'option de sur-allocation.

Ces opérations se sont inscrites dans le contexte particulier d'un pré-financement d'une acquisition annoncée mais non finalisée aux dates de lancement des opérations financières. Dans ce cadre, une information circonstanciée a été présentée dans les prospectus, détaillant l'ensemble des conditions suspensives usuelles pour ce type d'opération, en mentionnant une appréciation du risque de non réalisation de l'acquisition, et présentant des informations *pro forma* permettant d'appréhender l'effet de l'acquisition. Par ailleurs, au-delà de l'exposé des raisons de l'émission, le scénario d'une levée de fonds sans acquisition<sup>23</sup> a également été envisagé : les fonds levés ont été alors présentés comme destinés principalement dans cette hypothèse au remboursement de la dette du groupe.

#### **4 - LES OFFRES AU PUBLIC**

Les émissions de titres de capital par voie d'offre au public, sans cotation sur un marché, restent importantes. 93 visas ont ainsi été attribués (contre 94 l'an dernier). Il s'agit essentiellement des émissions de parts sociales des banques mutualistes.

### **B - LES OPÉRATIONS FINANCIÈRES SUR TITRE DE CRÉANCE EN 2012**

Fin 2009, sous l'impulsion de Paris Europlace et du ministre de l'Économie et des Finances, un certain nombre d'émetteurs français ont pris la décision de faire coter au moins 50 % de leurs émissions à Paris afin de relancer le marché obligataire de la Place de Paris.

L'AMF a relayé cette initiative en procédant à des aménagements réglementaires (par exemple, en supprimant la lettre de fin de travaux des commissaires aux comptes sur le prospectus) accompagnés d'un certain nombre d'actions de communi-

23. L'acquisition a été réalisée depuis.



1
2
3
4
5
6

cation directement auprès des émetteurs français et de leurs conseils sur l’instruction des visas des prospectus obligataires (rappel des langues acceptées pour la diffusion du prospectus, délais de traitement des prospectus obligataires, etc.).

Parallèlement, afin de faciliter la gestion de leur dette par les émetteurs, l’AMF a modifié son règlement général portant sur le régime applicable au rachat de titres de créance ne donnant pas accès au capital, en supprimant le régime d’offre publique et en le remplaçant par une procédure très simplifiée d’acquisition ordonnée et la position relative à la procédure de désintéressement pour les titres de créances ne donnant pas accès au capital.

En nombre de visas, on constate une augmentation de 9 % des visas obligataires, avec une forte progression des programmes d’émission par rapport à 2011.

Les évolutions constatées sont très diverses et décrites ci-après :

2012 provenant d’émetteurs de taille moyenne, à l’instar de Plastic Omnium ou Bonduelle.<sup>24</sup>

Ces emprunts obligataires, dont les caractéristiques des titres restent très classiques correspondent en majorité à des besoins généraux de refinancement de la part de ces émetteurs ou d’allongement de la maturité de leur dette. Ils s’inscrivent également dans un contexte de taux très favorable constaté en 2012.

Le placement de ces produits auprès d’un nombre limité d’investisseurs « qualifiés » se distingue d’un placement traditionnel par l’absence d’incertitude quant au placement et au pricing des titres car il n’y a pas de constitution d’un livre d’ordre (*book building*).

Ainsi, ces émetteurs, dont la majorité n’est pas notée et dont les titres ne sont pas non plus notés arrivent à placer leurs obligations directement auprès d’investisseurs institutionnels ciblés (essentiellement des assureurs et des mutuelles) sans avoir recours aux particuliers pour des montants variant

	2011	2012	Variation 2011/2010
Opérations sur titres de créances <i>prospectus, note d’opération</i>	134	147	9 %
Euronext : émissions/admissions/cessions	81	81	-
Alternext : émissions/cessions	1	2	
Offres au public : émissions/cessions	1	1	
Programmes d’émission	51	62	22 %

Source : AMF

## 1 - LES ÉMETTEURS CORPORATE

Fin 2012, la quasi-totalité des émetteurs du CAC 40 et de nombreux émetteurs du SBF 120 ont rapatrié leur programme EMTN du Luxembourg vers Paris ou mis en place des premiers programmes ou encore fait viser à Paris des prospectus dits *stand alone* pour la cotation à Paris de leurs émissions obligataires. Le volume d’émission en 2012 sur le marché des émissions de *Corporate Bonds* témoigne de l’intérêt très soutenu des investisseurs institutionnels pour le marché du crédit.

S’agissant plus précisément d’emprunts obligataires réalisés par placements privés, on assiste à une montée en puissance des *Euro Private Placement* (Euro PP), en particulier depuis le troisième trimestre

de 50 à 200 millions d’euros tout en offrant des coupons attractifs eu égard à leur profil financier. Un prospectus n’est ainsi rédigé que pour les besoins de l’admission des titres à la cote.

Sur ce segment du marché de la dette privée, deux points méritent enfin d’être signalés :

24. Si les deux émissions de Plastic Omnium et Bonduelle ont offert des coupons et des maturités proches, elles ne se sont pas révélées tout à fait analogues. En effet, si Plastic Omnium a été en mesure d’effectuer sa levée de fonds sans covenant, l’émission de Bonduelle a intégré quant à elle des covenants alignés sur ceux de ses banques prêteuses (ratio de dettes long terme/capitaux permanents inférieur ou égal à 0,60x et ratio d’actifs courants consolidés/passifs courants consolidés supérieur ou égal à 1,10x) qui peuvent néanmoins être désactivés (clause dite de « fall away ») si l’émetteur obtient une notation investment grade.

- le développement du marché de la dette privée, et notamment des Euro PP, est conditionné pour certains émetteurs à l'amélioration de sa liquidité, aujourd'hui encore faible. Celle-ci dépend, à la fois, des montants que les investisseurs institutionnels sont disposés à allouer à cette classe d'actifs, mais également des besoins et/ou des capacités des entreprises en matière de financement ;
- certaines des *midcaps* françaises à la recherche d'une diversification de leurs financements et attirées par l'évolution favorable du swap €/ \$ et la forte liquidité, n'ont pas hésité par ailleurs à procéder à des USPP (*US Private Placement*).

## 2 - LES COLLECTIVITÉS LOCALES

Face à la raréfaction des crédits bancaires, de nombreuses collectivités locales ont également émis sur le marché obligataire, soit par offre au public soit par placement privé. Certaines d'entre elles ont même mis en place des programmes EMTN témoignant ainsi de leur volonté de recourir au marché obligataire de façon récurrente. Les caractéristiques des obligations de ces émetteurs demeurent également très classiques (taux fixe entre 4 et 5 %, maturités de 5, 7 ou 10 ans pour des montants allant de 20 à 100 millions d'euros). D'autres, comme la région Pays de la Loire, la région Auvergne ou la région Limousin ont choisi ponctuellement d'émettre des obligations par offre au public, obligations largement souscrites par les particuliers séduits par le principe de participer au financement du développement local ou régional.

En 2012, on retiendra notamment l'emprunt groupé contracté conjointement et sans solidarité des 44 collectivités locales dont le prospectus d'admission a été visé le 30 octobre. Cet emprunt a permis à des collectivités locales très diverses de par leur qualité de crédit (régions, départements, villes, communautés urbaines et d'agglomération, syndicats mixtes, etc.) d'émettre, sans solidarité entre elles, 610 millions d'euros d'obligations à 10 ans à un taux de 4,3 %, les quotes-parts d'émission revenant à chaque collectivité variant entre 3 et 100 millions d'euros.

L'opération était inédite, tant par le montant levé que par le nombre de collectivités engagées : les deux précédentes opérations analogues, en

2004 puis 2008, concernaient respectivement 11 et 22 collectivités locales pour des montants émis plutôt proches de la centaine de millions.

## 3 - LES PME-ETI

Depuis deux ans, l'AMF a visé une dizaine de prospectus relatifs à des emprunts obligataires par offre au public provenant de PME-ETI pour des montants levés allant d'1 à 12 millions d'euros.

Ces opérations ont toutes présenté des caractéristiques communes à savoir :

- une rémunération potentiellement attractive (7 % à 8 %). L'AMF rappelle que cette rémunération doit être rapprochée du risque de non remboursement des obligations lié à des taux d'endettement parfois élevés ou à des incertitudes sur les perspectives de développement de ces émetteurs ;
- des clauses de remboursement anticipé au gré des émetteurs exerçables à tout moment à partir de l'année N ;
- une absence de garantie par un établissement bancaire ;
- une absence de notation de l'émetteur ou des titres (jusqu'à la publication fin juillet 2012 des nouvelles règles de marché de NYSE Euronext rendant la notation obligatoire pour les PME dans le cadre d'une offre au public obligataire) ;
- et une commercialisation des obligations par le biais de nombreux supports de communication (spot radio, bannières internet, affiches presse, emailing, etc.).

S'agissant d'emprunts obligataires destinés à un large public, l'AMF revoit systématiquement la présentation des risques des produits qui est faite dans les documents commerciaux. Elle attire l'attention du public sur les risques potentiels de ces opérations et recommande notamment une lecture attentive des facteurs de risques décrits dans le prospectus et les publicités.

L'offre au public du groupe Capelli (promoteur/ aménageur immobilier) a été la première à bénéficier de la nouvelle offre IBO (*initial bond offering*) de NYSE Euronext avec une notation obligatoire et un seuil minimum de souscription de 5 millions d'euros. Le groupe Capelli a réussi à lever 11,7 millions d'euros dont 35 % de taux de souscription par les particuliers.

## 4 – LES BANQUES

Au cours des trois dernières années, les banques, émetteurs récurrents sur le marché obligataire, ont également opéré le même mouvement en rapatriant du Luxembourg ou en créant des programmes EMTN à Paris qui leur permettent d'émettre des obligations standardisées (*plain vanilla*) comme des obligations plus structurées (garanties ou non en capital à l'échéance), pour l'essentiel commercialisées au sein de leurs réseaux.

Elles ont également mis en place ou rapatrié à Paris leurs programmes de *covered bonds* leur permettant notamment d'émettre des nouvelles catégories d'obligations et notamment les obligations de financement de l'habitat.

## 5 – LES OPÉRATIONS INNOVANTES EN 2012

En parallèle des opérations citées précédemment, certains émetteurs *corporate* ont également procédé à des émissions obligataires plus originales leur permettant de répondre à des besoins de financement spécifiques.

On constate une tendance des investisseurs institutionnels à se tourner vers des obligations plus sécurisées comme en témoigne l'émission obligataire dans le domaine immobilier de Foncière des Murs (FDM), Société d'Investissement Immobilier Cotée (SIIC) dont le prospectus a été visé le 14 novembre 2012.

FDM est le premier émetteur à avoir émis des obligations bénéficiant de sûretés (principalement hypothécaires), consenties par lui-même et une de ses filiales.

Cet emprunt, d'un montant global de 255 millions d'euros, placé auprès d'investisseurs institutionnels, a permis à l'émetteur d'une part, de refinancer pour partie des crédits bancaires existants et d'autre part, de financer un prêt intragroupe octroyé à sa filiale, tout en sécurisant ces obligations par des actifs immobiliers.

Il s'agit encore de l'émission obligataire d'un émetteur *ad hoc* constitué spécifiquement pour les besoins d'une opération de refinancement de créances de la SNCF pour un montant d'1 milliard d'euros, créances qu'elle détient sur une entité publique, le STIF. Les créances sont cédées par la SNCF à un fonds commun de titrisation de droit français (FCT). Ce fonds se finance lui-même par l'émission d'obligations placées auprès de l'émet-

teur *ad hoc*. La souscription de ces obligations est à son tour financée par des obligations émises par l'émetteur dont les termes et conditions sont miroirs des obligations émises par le FCT et pour lesquelles l'AMF a visé le prospectus d'admission le 18 décembre 2012.

On observe également l'émergence de projets d'offres de titres hybrides qui prennent la forme d'émissions de titres perpétuels ou de titres subordonnés à durée indéterminée entièrement placés auprès d'investisseurs institutionnels, en particulier asiatiques. Certains émetteurs souhaitent en effet émettre des titres dont la nature juridique est un titre de créance (afin de disposer d'une déductibilité fiscale des intérêts) tout en étant comptablement assimilés à des fonds propres car les titres sont à durée indéterminée, ne sont pas sujet à un remboursement anticipé (sauf cas prédéfini) et offrent la possibilité pour l'émetteur de différer le paiement des intérêts.

La structure de ces obligations, qui ressemble à celle des titres subordonnés à durée indéterminée (TSDI) essentiellement émis par les banques, a également été utilisée par certaines entreprises.

Les offres de titres hybrides ont vocation à se développer dans la mesure où ils permettent aux institutions financières réglementées (banques, assurances) de renforcer leurs fonds propres réglementaires et aux émetteurs *corporate* d'émettre un instrument considéré comme défensif par les agences de notation car permettant de créer des fonds propres tout en limitant la dilution.

Ces émissions d'un montant supérieur ou égal à 500 millions d'euros sont pour l'instant exclusivement réalisées par placement privé mais pourraient à l'avenir être proposées par offre au public pour des montants d'émission plus réduits. L'AMF apporte une vigilance toute particulière à la transparence et à la clarté du prospectus et des supports commerciaux en cas de commercialisation auprès des particuliers.

1

2

3

4

5

6

## C – LES DOCUMENTS DE RÉFÉRENCE ET DOCUMENTS DE BASE D'INTRODUCTION

Le nombre de documents de référence déposés et enregistrés reste stable compte tenu de la baisse du nombre d'émetteurs cotés. Il reste un document essentiel pour les actionnaires et investisseurs potentiels car il synthétise l'information pertinente disponible pour un émetteur.

Sur 12 émetteurs ayant fait l'objet d'une seconde relance avant injonction (9 lettres de relance pour absence de rapport financier semestriel et 3 pour absence de rapport financier annuel), 10 régularisations ont eu lieu avant audience et seulement 2 dossiers ont été présentés à l'audience : l'un pour défaut de rapport financier semestriel, le second pour défaut de rapport financier annuel. Ces sociétés se sont engagées à déposer rapidement leur rapport.

	2011	2012	Variation
1. Documents de référence	362	342	-5,2 %
<i>en contrôle a posteriori déposés</i>	308	304	-1,3 %
<i>en contrôle a priori enregistrés</i>	54	38	-27,7 %
2. Actualisations et rectifications de documents de référence	55	47	-14,5 %
<i>Rectifications de documents de référence</i>	3	0	-66,6 %
<i>Actualisations de documents de référence</i>	52	47	-9,6 %
Documents de base d'introduction	8	8	-

Source : AMF

## D – LE SUIVI DE L'INFORMATION RÉGLEMENTÉE

### a – La publication des comptes des sociétés

Afin de s'assurer du respect de la réglementation par les sociétés cotées, et après les avoir relancées, l'AMF est susceptible d'engager une action en justice à l'encontre des sociétés pour obtenir du président du Tribunal de grande instance de Paris une injonction de publication sous astreinte de la publication de l'information requise.

Deux audiences ont ainsi eu lieu sur l'année 2012 :

- en 2012, 19 émetteurs ont fait l'objet d'une seconde relance de l'AMF préalable à une injonction (18 pour absence de rapport financier annuel et 1 pour absence de rapport financier semestriel). Le 29 juin 2012, une première audience au Tribunal de grande instance a eu lieu pour 5 de ces 18 sociétés pour défaut de publication des rapports financiers annuels et semestriels, les autres sociétés ayant régularisé leur situation. Depuis l'audience, seule 1 société reste en défaut de publication, 2 sociétés ayant déposé leur rapport financier annuel et 2 ayant été liquidées ;
- la seconde audience s'est tenue le 8 janvier 2013.

### b – Les déclarations des opérations réalisées par les dirigeants et les personnes liées

Les dirigeants doivent<sup>25</sup> déclarer les opérations qu'ils réalisent sur les titres de la société au sein de laquelle ils exercent leurs fonctions. Cette obligation s'applique, d'une part, aux dirigeants et à toute autre personne qui dispose, au sein de la société, 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, aux personnes qui leur sont étroitement liées.

Les modalités de déclaration des transactions sont précisées par le règlement général de l'AMF<sup>26</sup> et dans la liste de questions-réponses publiée le 26 mai 2009. 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.

25. Article L. 621-18-2 du code monétaire et financier.

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

En 2012, l'AMF a ainsi mis en ligne sur son site internet 5 351 déclarations (contre 6 228 en 2011).

### c - Les déclarations de franchissement de seuils

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>27</sup> le franchissement de seuils de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %<sup>28</sup>, 33,33 %, 50 %, 66,66 %, 90 % ou 95 % du capital ou des droits de vote d'une société

cotée adressent à l'émetteur et à l'AMF leur déclaration, au plus tard avant la clôture des négociations du quatrième jour de bourse suivant le jour du franchissement de seuil. 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 négociations à compter de leur réception. Ces informations sont mises en ligne sur son site internet.

Au cours de l'année 2012, l'AMF a ainsi publié 725 déclarations de franchissement de seuils contre 866 en 2011.

## 4 - Les offres publiques d'acquisition

### A - LES DÉROGATIONS AU DÉPÔT OBLIGATOIRE D'UN PROJET D'OFFRE PUBLIQUE

En 2012, l'AMF a rendu 25 décisions de dérogation à l'obligation de dépôt d'un projet d'offre publique, dont 17 en application des seuls articles 234-9 6° et/ou 7° du règlement général.

10 décisions relatives à des examens menés en application de l'article 234-7 du règlement général (mise en concert) et 4 décisions relatives à l'article 236-6 du règlement général (mise en œuvre d'une OPR) ont par ailleurs été rendues.

Ci-dessous sont exposées les caractéristiques notables de certaines dérogations au dépôt obligatoire d'un projet d'offre publique.

Type de décision	2011	2012
Décisions de dérogation	23	25
Examens concert art. 234-7	6	10
Examens art. 236-6	2	4

### 1 - HAVAS ET LINEDATA SERVICES : EXAMEN D'UNE DÉROGATION À L'OBLIGATION D'UN DÉPÔT D'OFFRE PUBLIQUE DANS LE CONTEXTE D'UN PROJET D'OFFRE PUBLIQUE DE RACHAT D' ACTIONS

Le 23 mars 2012, l'Autorité des marchés financiers a été saisie d'un projet d'offre publique de rachat d'actions (OPRA) de la société Havas portant sur un maximum de 12 % de son capital, au prix unitaire de 4,90 € (dividende relatif à l'exercice 2011 détaché), en vue de les annuler en application de l'article L. 225-207 du code de commerce<sup>29</sup>. Havas avait par ailleurs initié dans

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

28. Seuil introduit par l'article 50 de la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière, applicable à compter du 1<sup>er</sup> février 2011.

29. L'offre était formellement soumise à la condition (i) de l'approbation par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de Havas, convoquée pour le 10 mai 2012, de la résolution nécessaire à la réduction de capital au titre de l'offre publique de rachat d'actions et (ii) du caractère définitif de la décision de dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique.

le même temps un projet d'offre publique d'achat simplifiée (OPAS) visant les bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions remboursables émis en 2006<sup>30</sup> au prix unitaire de 0,40 €.

M. Vincent Bolloré, qui détenait alors à titre direct et indirect 141 564 953 actions Havas représentant autant de droits de vote, soit 32,84 % du capital et des droits de vote, avait fait part de son engagement de ne pas apporter, directement ou indirectement, ses actions à l'offre. Au résultat de l'offre publique de rachat, M. Bolloré et les sociétés du groupe Bolloré étaient donc susceptibles, dans l'hypothèse où la réduction de capital porterait sur l'ensemble des actions visées dans l'OPRA, de détenir directement et indirectement au maximum 37,32 % du capital et des droits de vote de la société Havas, franchissant ainsi en hausse les seuils du tiers du capital et des droits de vote de cette société.

Dans cette perspective, M. Bolloré, préalablement au dépôt du projet d'OPRA, avait demandé à l'Autorité des marchés financiers l'octroi d'une dérogation à l'obligation de dépôt obligatoire d'un projet d'offre, sur le fondement de l'article 234-9, 5° du règlement général (réduction du nombre total de titres de capital ou du nombre total de droits de vote existant dans la société visée). À l'appui de la demande de dérogation, les engagements suivants furent souscrits :

- M. Bolloré s'est engagé à ce que les représentants ou les personnes liées au groupe Bolloré siégeant au conseil d'administration de Havas ne prennent pas part au vote dudit conseil sur le principe de la réduction de capital et la décision de soumettre la résolution correspondante à l'assemblée générale des actionnaires de la société, ainsi que sur la désignation de l'expert indépendant et sur l'avis motivé que le conseil devrait rendre sur l'offre, et
- M. Bolloré s'est engagé à ne pas influencer sur les décisions de l'assemblée générale extraordinaire du 10 mai 2012, relative à la réduction du capital de la société Havas par voie d'offre

publique de rachat d'actions, qui devait se tenir selon les dispositions de l'article L. 225-96 du code de commerce. À cet égard il avait indiqué qu'il ne participerait au vote de la résolution relative à la réduction de capital par voie d'OPRA qu'à hauteur du nombre d'actions nécessaire à atteindre le *quorum* sur première convocation<sup>31</sup>, et qu'il exercerait les droits de vote correspondants en votant en faveur de la résolution concernée à hauteur de deux tiers et en s'abstenant sur cette même résolution à hauteur du tiers desdits droits de vote<sup>32</sup>, ce qui est de nature à ne pas influencer sur le résultat du vote.

Les « engagements de neutralité » sont conformes à la pratique décisionnelle de l'Autorité des marchés financiers depuis notamment la décision « Lectra » de mars 2007<sup>33</sup>. En effet, si l'article 234-9, 5° du règlement général permet d'octroyer une dérogation au dépôt obligatoire d'un projet d'offre publique en cas de réduction du nombre de titres ou de droits de vote d'une société, l'AMF estime toutefois que le requérant ne doit pas être directement à l'origine de la relation qui provoque la situation de dépôt obligatoire d'un projet d'offre publique et, par conséquent, de la demande de dérogation. L'AMF veille ainsi à ce que l'actionnaire principal d'une société ne puisse pas user du contrôle de fait dont il bénéficie pour promouvoir des opérations ayant pour résultat le renforcement de son contrôle (soit par franchissement du seuil de 30 %, soit par augmentation de sa participation de plus de 2 % en moins de douze mois si celle-ci est comprise entre 30 % et 50 %<sup>34</sup>).

L'AMF a considéré en outre, qu'au-delà de « l'engagement de neutralité », la faculté dont aurait disposé le demandeur, susceptible de détenir

---

30. Le prospectus relatif à une émission d'obligations à bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions remboursables (OBSAAR) (les BSAAR ayant été détachés desdites obligations émises, le 1<sup>er</sup> décembre 2006) avait été visé par l'Autorité des marchés financiers, le 27 novembre 2006, sous le n° 06-437.

31. Selon les dispositions de l'article L. 225-96 du code de commerce, les actionnaires présents ou représentés doivent posséder au moins le quart des actions ayant le droit de vote sur première convocation.

32. Selon les dispositions de l'article L. 225-96 du code de commerce, l'assemblée générale extraordinaire, compétente en matière de réduction de capital, statue à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés.

33. Cf. notamment rapport annuel 2007 de l'Autorité des marchés financiers, p. 128.

34. Il est précisé qu'au cas d'espèce M. Bolloré bénéficiait de la clause de « grand-père » suite à l'abaissement du seuil d'offre obligatoire du tiers à 30 %, de sorte que le seuil du tiers lui était applicable.

post OPRA 37,32 % du capital et des droits de vote, de renforcer sa détention d'un maximum de 2 % par période de douze mois, sans avoir à déposer un projet d'offre publique (article 234-5 du règlement général), pouvait permettre à l'actionnaire qui avait bénéficié de la dérogation de renforcer son contrôle, ce qui rendait partiellement sans objet l'engagement de neutralité. C'est pourquoi, l'octroi de la dérogation a été subordonné à un engagement supplémentaire de la part de M. Bolloré, celui de ne pas dépasser ultérieurement, à titre direct et indirect, sa détention au capital de la société Havas telle qu'elle résulterait de l'opération de réduction de capital consécutive à l'offre publique de rachat d'actions (sauf à lancer une offre publique).

Dans le cas de la société Linedata Services, M. Anvaraly Jiva, actionnaire de référence et président du directoire de la société, détenait directement et indirectement, 28,59 % du capital et 29,81 % des droits de vote de Linedata Services. Dans le cadre de l'OPRA envisagée portant sur 25,65 % du capital de la société, à laquelle il avait fait part de son engagement de ne pas apporter ses titres, M. Jiva était susceptible de détenir jusqu'à 38,46 % du capital et 47,19 % des droits de vote de la société Linedata Services, et donc de franchir les seuils de 30 % du capital et des droits de vote de la société, déclencheurs de l'obligation de déposer une offre.

Pour obtenir la dérogation de l'AMF à cette obligation, M. Jiva a pris les engagements suivants :

- ne pas influencer sur les décisions de l'assemblée générale extraordinaire relative à la réduction du capital de la société Linedata Services par voie d'offre publique de rachat d'actions, tenue selon les dispositions de l'article L. 225-96 du code de commerce en :
  - ne participant au vote de la résolution relative à la réduction de capital par voie d'OPRA qu'à hauteur du nombre d'actions nécessaire à atteindre le *quorum* sur première convocation, et
  - exerçant les droits de vote correspondants en votant en faveur de la résolution concernée à hauteur de deux tiers et en s'abstenant sur cette même résolution à hauteur du tiers desdits droits de vote, de sorte à ne pas influencer sur le résultat du vote;

- inscrire au porteur<sup>35</sup>, dans les meilleurs délais après l'annulation des actions, le nombre d'actions nécessaire pour ramener sa participation directe et indirecte exprimée en droits de vote au même niveau que celle exprimée en capital, soit au maximum, en cas d'annulation de l'ensemble des actions visées, 38,46 % du capital et des droits de vote de la société, puis à ne pas dépasser ultérieurement, à titre direct et indirect, le pourcentage en capital et en droits de vote détenu à l'issue de l'opération de réduction de capital consécutive à l'OPRA<sup>36</sup> (sauf à lancer une offre publique).

Ainsi dans ce cas, les mêmes engagements ont été demandés : un engagement de « neutralité » de l'actionnaire principal, demandeur de la dérogation, lors de l'assemblée générale des actionnaires devant autoriser la réduction de capital et un engagement de maintenir sa participation au niveau constaté après la réduction de capital, ledit niveau étant apprécié au cas d'espèce sur la base de la participation en capital compte tenu de l'existence de droits de vote double.

Dans les deux cas, les projets d'offre publique de rachat d'actions ont été déclarés conformes, sur la base notamment des engagements souscrits.

## 2 – LA NOTION DE PRÉDOMINANCE AU SEIN D'UN CONCERT

Au cours de l'année 2012, 10 cas de mise en concert avec un ou plusieurs actionnaires détenant déjà, seul ou de concert, la majorité du capital ou des droits de vote d'une société ou, entre 30 % et la moitié du capital ou des droits de vote de la société ont été examinés par l'AMF en application de l'article 234-7, 1° et 2° du règlement général. Cet article prévoit que lorsqu'un seuil d'offre obligatoire est franchi dans le cadre d'une mise en concert, l'AMF peut constater qu'il n'y a pas matière à déposer un projet d'offre publique à condition que le ou les actionnaires initialement prédominants (seul ou de concert) le demeurent.

Dans son rapport annuel 2009, l'AMF avait précisé ce qu'elle entendait par la notion de prédominance dans sa pratique décisionnelle<sup>37</sup>.

35. De sorte à faire perdre aux actions concernées le droit de vote double qui leur était attaché.

36. Sauf en cas d'offre publique.

37. Cf. Rapport annuel 2009 p. 145 à 174.

La prédominance devait s'entendre arithmétiquement (participations relatives au sein du concert) et juridiquement (les accords conclus par les concertants ne devant pas remettre en cause la prédominance numérique). Ainsi, les clauses des accords qui visent à protéger l'investissement d'un nouvel entrant n'ont pas vocation à être considérées comme altérant la prédominance de l'actionnaire historique. Il en va ainsi des clauses fixant une représentation minimale (et minoritaire) au sein des organes sociaux, organisant une majorité qualifiée au sein des organes sociaux pour des décisions importantes (et de fait pouvant s'analyser comme un droit de veto en faveur du concertiste entrant), organisant un droit de consultation renforcé dans des domaines liés à l'investissement ou à la politique financière et distributive, pour autant que de telles clauses ne reviennent pas dans les faits à instaurer un pouvoir de gestion conjoint.

À cet égard, lorsque les accords prévoient la possibilité, pour le nouveau participant, notamment de s'opposer soit à la nomination d'un dirigeant, soit à l'adoption d'un budget, à la politique financière de la société (endettement, distribution), à l'acquisition ou la cession des actifs, sans que lesdits accords fassent référence

à des seuils significatifs tenant compte, le cas échéant, de la nature et de la situation de la société concernée, l'Autorité considère que la situation de prédominance de l'actionnaire historique n'est plus assurée. Dès lors, les conditions pour constater qu'il n'y a pas lieu au dépôt obligatoire d'un projet d'offre publique ne sont plus réunies. En effet, dans ce cas, les accords tendent dans les faits à octroyer au nouveau concertiste le pouvoir d'intervenir directement dans la gestion de la société et non à lui permettre uniquement d'assurer la protection de l'investissement réalisé.

## B – LES OFFRES PUBLIQUES D'ACQUISITION

En 2012, 41 décisions de conformité ont été prises par l'AMF portant sur des offres publiques ouvertes dans l'année, soit un niveau identique à 2008 après une augmentation significative constatée en 2011.

Le nombre d'offres publiques s'inscrivant dans le contexte d'une prise de contrôle (au sens d'une détention supérieure à 50 % du capital et des droits de vote de la société visée) était de 18<sup>38</sup> en 2012 (31 en 2011), parmi lesquelles on relève

Offres publiques ouvertes dans l'année sous revue	2009	2010	2011	2012
Offres relevant de la procédure normale	5	3	11	3
Offres relevant de la procédure simplifiée	13	11	27	23
Offres publiques de retrait	1	-	1	1
Offres publiques de retrait suivies d'un retrait obligatoire	6	4	9	9
Offres publiques de rachat	1	5	4	5
Garanties de cours	3	4	1	n/a
Retraits obligatoires avec conformité	0	1	2	0
Retraits obligatoires sans conformité	5	5	15	16
<b>Total (hors retraits obligatoires sans conformité)</b>	<b>29</b>	<b>28</b>	<b>55</b>	<b>41</b>

Source : AMF

Note : Ne sont pas comptabilisées : les offres ayant fait l'objet d'une renonciation par l'initiateur avant leur ouverture et les offres devenues caduques avant leur ouverture (en 2011 : l'OPRA de Électricité et Eaux de Madagascar). Sont comptabilisées : les offres ayant fait l'objet d'une renonciation par l'initiateur après leur ouverture.

38. Offres de prise de contrôle : les offres de procédure normale ayant entraîné un changement de contrôle et les offres de procédure simplifiée faisant suite à l'acquisition d'un bloc de contrôle.



16 changements de contrôle préalables à une offre publique obligatoire et 2 changements de contrôle consécutifs à une offre publique relevant de la procédure normale.

Parmi les offres de procédure normale intervenues en 2012, aucune n'a été déposée de façon non sollicitée (1 en 2011).

Comme en 2011, l'année 2012 est marquée par un nombre important de sorties de la cote qui sont intervenues à l'issue d'une offre publique : 25 au total (26 en 2011), dont 9 à l'issue d'une OPR-RO et 16 dans le cadre d'un retrait obligatoire à l'issue d'une offre.

Le nombre d'offres publiques visant des sociétés cotées sur Alternext s'élève à 8 (contre 10 offres en 2011). Parmi elles, 7 sont des offres obligatoires et 1 est une OPRA rendue possible par l'application du règlement général aux offres publiques visant les sociétés cotées sur Alternext (à l'exception des articles 236-5 et 236-6 du règlement général de l'AMF<sup>39</sup>). Il convient de souligner qu'aucune société cotée sur Alternext n'a fait l'objet d'une OPR-RO en 2012 (contre 2 en 2011).

## C - LES CARACTÉRISTIQUES NOTABLES DE CERTAINES OFFRES PUBLIQUES D'ACQUISITION EN 2012

### 1 - L'OFFRE PUBLIQUE D'ÉCHANGE DE ICADE VISANT LES ACTIONS SILIC

Le 13 mars 2012, la société anonyme Icade<sup>40</sup>, a déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers un projet d'offre publique visant les actions et les obligations à option de remboursement en numéraire et/ou en actions nouvelles et/ou existantes (ORNANE) de la société Silic, en application de l'article 234-2 du règlement général.

39. Arrêté du 14 juin 2012 portant homologation de modification du règlement général de l'Autorité des marchés financiers publié, le 11 juillet 2012.

40. Contrôlée au plus haut niveau par la Caisse des dépôts et consignations par l'intermédiaire de la société Holdco SIIC.

Aux termes d'un protocole d'accord conclu, le 13 décembre 2011, entre la Caisse des dépôts et consignations et Icade d'une part, et Groupama SA d'autre part, la société Holdco SIIC a reçu en apport de Groupama SA, le 30 décembre 2011, 1 135 336 actions Silic, conformément aux termes et conditions d'un traité d'apport en nature en date du 21 décembre 2011. Au résultat de cet apport, la société Holdco SIIC<sup>41</sup> détenait 1 135 336 actions Silic représentant autant de droits de vote, soit 6,50 % du capital et des droits de vote de cette société.

En outre, aux termes du protocole susvisé, Groupama SA a apporté à la société Holdco SIIC, le 16 février 2012, 6 541 901 actions Silic représentant 37,45 % du capital, conformément aux termes et conditions d'un traité d'apport en nature en date du 6 février 2012. Dans ce cadre, la Caisse des dépôts et consignations et la société Groupama SA ont conclu, le 6 février 2012, un pacte d'actionnaires ayant vocation à régir leurs relations au sein de la société Holdco SIIC.

Les apports susmentionnés ont été réalisés sur la base d'un rapport d'échange de 5 actions Icade (coupon 2011 attaché) pour 4 actions SILIC (coupon 2011 attaché).

À l'issue de ces opérations, la société Holdco SIIC<sup>42</sup> détenait 7 677 237 actions Silic représentant autant de droits de vote, soit 43,94 % du capital et des droits de vote de cette société.

Icade, qui ne détenait alors, à titre individuel, aucune action Silic, s'engageait notamment irrévocablement à acquérir, par remise de 5 actions nouvelles Icade (coupon 2011 attaché) à émettre pour 4 actions Silic (coupon 2011 attaché) présentées, la totalité des actions Silic existantes composant le capital de la société.

41. Au résultat de cet apport, la société Holdco SIIC était contrôlée par la Caisse des dépôts et consignations qui détenait à cette date 95,32 % du capital de la société Holdco SIIC, Groupama SA détenant pour sa part 4,68 % du capital de cette société (en rémunération de son apport de 1 135 336 actions Silic à la société Holdco SIIC).

42. Au résultat de l'apport en nature réalisé le 16 février 2012, la société Holdco SIIC restait contrôlée par la Caisse des dépôts et consignations qui détenait alors 75,07 % du capital de la société Holdco SIIC, Groupama SA détenant pour sa part 24,93 % du capital de cette société.

L'initiateur bénéficiait d'un engagement d'apport émanant de la société Holdco SIIC qui le contrôle et portant sur la totalité des actions Silic qu'elle détenait, représentant 43,94 % du capital de cette société<sup>43</sup>.

L'acquisition de la participation détenue par Groupama au capital de Silic a fait l'objet d'un communiqué conjoint de la CDC, d'Icade, de Groupama et de Silic. Le communiqué indiquait que Groupama et la CDC étaient parvenus à un projet d'accord devant conduire la Caisse des dépôts à souscrire à hauteur de 300 millions d'euros, une émission d'actions de préférence de GAN Eurocourtage, alors intégralement détenue par Groupama. Cet accord devait se réaliser concomitamment et sous réserve de l'apport de la participation de Groupama dans Silic.

Ce projet d'offre a fait l'objet de contestations émanant d'actionnaires minoritaires, ceux-ci estimant les conditions financières du projet d'offre insuffisantes et n'extériorisant pas de prime de contrôle. Certaines opérations connexes à l'opération ont également été contestées, notamment les conditions d'émission des actions de préférence GAN Eurocourtage et les conditions de la remontée de Groupama dans Holdco SIIC à la suite de l'apport de sa participation dans Silic à cette société.

Dans le cadre de l'examen du projet d'offre publique, l'Autorité des marchés financiers a rappelé que, conformément aux dispositions de l'article 234-6 du règlement général, s'agissant d'une offre publique d'échange rémunérée intégralement en actions d'Icade, qui fait suite à une transaction par laquelle la société qui contrôle l'initiateur détient environ 44 % du capital et des droits de vote de Silic, une analyse multicritères a été mise en œuvre par les banques présentatrices sur la base de critères homogènes ; que si l'expert indépendant relève le caractère peu généreux des primes dégagées, il valide, dans le cadre de son analyse multicritères, la démarche retenue

43. Par ailleurs, Icade, qui ne détenait titre individuel, aucune ORNANE Silic, s'engageait par conséquent irrévocablement à acquérir au prix unitaire de 124,59 € majoré des intérêts courus (au taux annuel de 2,50%) depuis la dernière date de paiement d'intérêts jusqu'à la date prévisionnelle de règlement-livraison de l'offre, la totalité des ORNANE émises par Silic dont les titulaires n'auraient pas exercé la faculté de remboursement anticipé en cas de changement de contrôle de Silic prévue au contrat d'émission.

par les banques présentatrices et que ses propres travaux l'amènent notamment à retenir *in fine* une prime de 2,1 % sur le critère d'actifs nets réévalués au 31 décembre 2011, lequel critère est particulièrement adapté aux caractéristiques des sociétés concernées.

En outre l'AMF a notamment relevé que :

- l'existence d'un transfert de valeur au détriment des actionnaires minoritaires de Silic au motif que les conditions auxquelles l'émission des actions de préférence GAN Eurocourtage (revue par l'expert indépendant) au profit de la CDC a été conclue auraient provoqué une situation favorable à Groupama l'amenant à accepter une transaction à des conditions économiques faussées sur le bloc Silic n'était pas établie ;
- la prise en compte des situations comptables et fiscales particulières des parties à la transaction est inopérante dans la mise en œuvre d'une analyse multicritères, laquelle, s'agissant d'une offre publique d'échange, doit s'effectuer de manière homogène, critère contre critère ; et
- les conditions figurant dans le pacte d'actionnaires au sein de la société Holdco SIIC imposaient à Groupama un *lock-up* de trente mois et ne prévoyaient aucun prix de sortie garanti ni de clause de complément de prix au bénéfice de Groupama.

L'AMF a, en conséquence, déclaré conforme le projet d'offre publique le 24 avril 2012. L'offre a été ouverte initialement du 27 avril au 1<sup>er</sup> juin 2012. Toutefois, les 3 et 4 mai 2012 ont été déposés devant la Cour d'appel de Paris deux recours afin notamment d'obtenir l'annulation de la décision de conformité de l'offre. Le 4 mai 2012, deux demandes de sursis à exécution de ladite décision ont par ailleurs été déposées. L'offre publique a dès lors été prorogée dans l'attente de l'ordonnance du Premier président de la Cour d'appel de Paris.

Par ordonnance du 3 juillet 2012, le magistrat délégué par le Premier président de la cour d'appel de Paris a rejeté les demandes de sursis à exécution contre la décision de conformité précitée, compte tenu de l'engagement de l'AMF de proroger la date de clôture de l'offre publique, en sorte que la clôture de l'offre n'intervienne que huit jours au moins après le prononcé de l'arrêt de la cour statuant sur les recours en annulation. La Cour d'appel de Paris devrait rendre son avis au cours du mois de juin 2013.

## 2 – L’OFFRE PUBLIQUE D’ACHAT VISANT LES ACTIONS CFAO

L’offre la plus importante en taille réalisée en 2012 est l’offre publique d’achat initiée par la société de droit japonais Toyota Tsusho Corporation (ci-après « TTC »).

À l’issue d’un processus compétitif, TTC, PPR et CFAO ont conclu, le 25 juillet 2012, un contrat d’acquisition d’actions portant sur 18 334 706 actions détenues par Discodis, filiale de PPR SA, représentant 29,80 % du capital et des droits de vote de CFAO (le « bloc initial ») au prix de 37,50 € par action. TTC a annoncé le 26 juillet 2012, qu’en cas de réalisation de cette cession, elle étudierait et confirmerait au plus tard le 15 septembre 2012, à l’issue de *due diligences* complémentaires relatives aux activités non automobiles du groupe CFAO, sa décision de lancer un processus d’acquisition de l’ensemble des actions restantes de CFAO au même prix de 37,50 euros par action.

Dans ce cadre, PPR s’était engagée à apporter à l’offre sa participation résiduelle représentant 12,19 % du capital et des droits de vote de CFAO, étant précisé que cet engagement était toutefois révoquant en cas de dépôt d’une offre concurrente. TTC s’était pour sa part notamment engagée à verser à PPR une indemnité d’immobilisation de 50 millions d’euros dans l’hypothèse où elle ne déposerait pas d’offre publique volontaire visant CFAO d’ici au 15 septembre 2012 (disposition devenue par la suite sans objet).

Le règlement-livraison du bloc initial est intervenu le 2 août 2012 et TTC a annoncé, le 28 août 2012, qu’elle déposerait une offre publique d’achat sur le solde des actions composant le capital de CFAO à un prix de 37,50 euros par action, ce qui valorisait les capitaux propres de CFAO à hauteur de 2,3 milliards d’euros.

Le projet d’offre publique d’achat a été déposé le 14 septembre 2012 auprès de l’AMF, et était assorti de la seule condition suspensive, prévue à l’article 231-11 du règlement général, de l’obtention de l’autorisation de l’opération par la Commission européenne au titre du contrôle des concentrations, laquelle fut obtenue le 13 novembre 2012.

Il est précisé que dans le cadre des accords susvisés, TTC s’était également engagée à verser à PPR un complément de prix dans l’hypothèse

où TTC déposerait, au plus tard le 2 février 2013, une offre publique visant CFAO à un prix par action supérieur à 37,50 euros (en ce compris en cas de surenchère à l’offre). Cette disposition permet que le prix par action perçu par PPR au titre du bloc initial et sa participation restante soit égal au prix le plus élevé payé par l’initiateur au titre d’une telle offre. En outre, en cas de revente d’actions CFAO par l’initiateur au plus tard le 2 mai 2013 à un prix supérieur au prix payé à PPR, l’initiateur s’était engagé à reverser à PPR la plus-value nette ainsi réalisée à titre de complément de prix.

Ces dispositions étant de nature à rompre l’égalité de traitement entre les actionnaires (à défaut de prévoir les mêmes dispositions pour les actionnaires minoritaires de CFAO), TTC a finalement précisé ses intentions et indiqué dans la note d’information que « [...] (i) il ne lancerait pas, après la clôture de l’offre ou de l’offre réouverte et d’ici au 2 février 2013, une nouvelle offre publique à un prix supérieur à 37,5 euros par action et (ii) il ne céderait pas, d’ici au 2 mai 2013 et en dehors de l’hypothèse d’une offre concurrente à l’offre, ses actions CFAO dans des conditions telles qu’un complément de prix serait dû à PPR. »

L’offre, ouverte du 19 octobre 2012 au 23 novembre 2012, a permis à TTC de porter sa détention à 88,20 % du capital et des droits de vote avant réouverture, puis à 97,81 % du capital et des droits de vote après réouverture.

## 3 – L’EXAMEN DES CONSÉQUENCES DE CESSIONS AU REGARD DES DISPOSITIONS DE L’ARTICLE 236-6 DU RÈGLEMENT GÉNÉRAL

Le 15 octobre 2012, la société ANF Immobilier a annoncé son intention de réaliser, au sein de son portefeuille d’actifs, deux cessions significatives eu égard à la taille du groupe (l’ensemble du périmètre cédé représentant 50 % de l’ANR estimé à la clôture du dernier exercice, 65 % des loyers et 74 % de l’EBE). Elle a également annoncé son intention d’utiliser le montant de ces cessions pour rembourser une partie de sa dette (partie liée à l’un des portefeuilles cédés), effectuer une distribution exceptionnelle à ses actionnaires, lancer une offre publique de rachat de ses propres actions et financer ses projets de développement sur son périmètre résiduel.

1  
2  
3  
4  
5  
6

L'AMF a été saisie, dans le cadre de l'article 236-6 du règlement général, par l'actionnaire contrôlant d'ANF Immobilier afin d'apprécier les conséquences des cessions prévues au regard des droits et des intérêts des actionnaires minoritaires de la société ANF Immobilier et, le cas échéant, une offre publique de retrait devait être mise en œuvre.

Les dispositions de l'article 236-6 du règlement général<sup>44</sup> imposent la présence cumulative de trois éléments afin d'apprécier s'il y a lieu à la mise en œuvre d'une offre publique de retrait :

- le fait que la société concernée soit contrôlée au sens des dispositions de l'article L. 233-3 du code de commerce ;
- l'existence d'une modification dans les caractéristiques juridiques, financières, patrimoniales de la société. Au cas d'espèce, la modification dans les caractéristiques de la société consistait en une cession d'actifs susceptible d'être rattachée à une cession du principal des actifs ; et
- des conséquences négatives sur les droits et intérêts des actionnaires minoritaires.

La notion de principal des actifs, différente de celle d'actif essentiel, doit s'entendre comme étant des actifs d'une telle importance, qu'après cession, les caractéristiques de la société sont radicalement modifiées. L'importance de ces actifs est déterminée par une analyse multicritères tenant compte des caractéristiques de la société. À cet égard, le seul fait que le poids des ratios utilisés (critère appliqué aux actifs cédés/critère appliqué à l'ensemble consolidé) s'établisse aux alentours de 50 % ne suffit pas à qualifier les actifs concernés comme étant le principal des actifs.

En outre, à supposer qu'il s'agisse bien du principal des actifs dont la cession est envisagée, l'utilisation du produit de cession, que ce soit pour la poursuite de l'activité restante ou pour la distribution au profit des actionnaires de la société, est un élément significatif important à prendre en compte dans l'analyse des conséquences de l'opération au regard des droits et intérêts des actionnaires minoritaires.

Au cas d'espèce, l'AMF a relevé que, dans l'hypothèse où les cessions projetées interviendraient, ANF Immobilier procéderait à une distribution significative du produit de cession au profit des actionnaires de la société, sous la forme d'un acompte sur dividende (correspondant à la partie obligatoire liée au régime des sociétés d'investissement immobilier cotées), d'une distribution de réserves et d'une réduction de capital par le biais d'une offre publique de rachat d'actions. L'AMF a aussi considéré que si les cessions projetées avaient un impact significatif sur l'activité et le patrimoine d'ANF Immobilier, celles-ci devaient être analysées au regard de l'activité sociale de la société dont l'objet est notamment d'arbitrer son patrimoine au regard de sa maturité et des conditions de marché. En outre, à l'issue des cessions projetées, la société ANF Immobilier conserverait une activité significative et entendait la développer sur des projets identifiés.

L'ensemble de ces considérations a, par conséquent, amené l'AMF à estimer que les cessions projetées ne pouvaient être qualifiées comme étant la cession du principal des actifs d'ANF Immobilier, susceptible d'affecter les droits et intérêts des actionnaires minoritaires de cette société et qu'ainsi, il n'y avait pas lieu de mettre en œuvre, préalablement à ces cessions, une offre publique de retrait visant les actions ANF Immobilier.

#### 4 - L'ANNONCE D'UN PROJET D'OFFRE PUBLIQUE

Au cours de l'année 2012, 42 offres publiques ont été déposées à l'AMF. 17 d'entre elles (soit 40 %) ont donné lieu à l'ouverture d'une période de pré-offre (période qui est définie par les articles 223-34 et 231-2 du règlement général, laquelle s'ouvre par la publication des caractéristiques du projet d'offre dont le dépôt est envisagé.

Le communiqué de presse annonçant le dépôt d'un projet d'offre publique doit mentionner les éventuelles conditions suspensives à un tel dépôt (et, le cas échéant, celles relatives aux transactions causant un tel dépôt), les caractéristiques essentielles de l'offre annoncée ainsi que les accords souscrits dans ce cadre, sans préjudice des dispositions de l'article 233-11 du code de commerce. Il doit préciser également que les caractéristiques du projet d'offre envisagé s'entendent sous réserve de la décision de conformité de l'AMF et, le cas échéant, du rapport de l'expert indépendant.

44. Dont la base légale figure à l'article L. 433-4 I, 3° du code monétaire et financier.

## 5 – RAPPELS SUR LES INFORMATIONS DEVANT ÊTRE PUBLIÉES PAR LES ÉMETTEURS AU TITRE DES DISPOSITIONS DE L'ARTICLE L. 225-100-3 DU CODE DE COMMERCE

La loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition a ajouté diverses dispositions relatives à l'information des actionnaires et des salariés. Un nouvel article L. 225-100-3, applicable aux sociétés dont des titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé a été inséré dans le code de commerce. Il dispose que le rapport de gestion présenté à l'assemblée générale annuelle expose et, le cas échéant, explique certains éléments susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique, parmi lesquels figurent « (...) les accords conclus par la société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts (...)»<sup>45</sup>.

S'agissant des sociétés visées par un projet d'offre publique d'acquisition, le règlement général prévoit en son article<sup>46</sup> 231-19, 2° que la note en réponse indique « (...) les éléments mentionnés à l'article L. 225-100-3 du code de commerce, le cas échéant actualisés à la date de l'offre tels que la société en a connaissance (...)».

L'AMF souligne l'importance que revêtent ces informations dans le cadre d'une éventuelle offre publique, dans la mesure où certains accords conclus par la société cible peuvent être remis en cause en cas de changement de contrôle de la société. Il en va notamment ainsi de certains accords commerciaux ou de financement dont la modification ou la résiliation pourrait affecter sensiblement les activités de la société objet de l'offre. Par conséquent, la note en réponse établie par la société visée ne doit pas être considérée comme le support destiné à rendre publiques les informations requises au titre des dispositions précitées, celles-ci devant déjà figurer dans le rapport de gestion.

45. Article L. 225-100-3 9° du code de commerce.

46. Repris à l'article 3, 2° de l'instruction de l'AMF n° 2006-07 relative aux offres publiques d'acquisition.

## D – LES CONTENTIEUX RELATIFS AUX OFFRES PUBLIQUES D'ACQUISITION

Le 8 septembre 2010, l'AMF a déclaré conforme<sup>47</sup> un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de la société Autoroutes Paris Rhin Rhône (APRR) déposé par la société Eiffarie<sup>48</sup> qui proposait d'acquérir, au prix unitaire de 54,16 €, la totalité des actions APRR existantes non détenues par elle, soit 4 481 677 actions, représentant 3,96 % du capital et des droits de vote de la société.

Cette décision a été contestée devant la Cour d'appel de Paris par deux actionnaires minoritaires et a ainsi fait l'objet d'une demande de sursis (a), de deux questions prioritaires de constitutionnalité (b) et d'un recours en annulation au fond (c).

### a – La demande de sursis à exécution

Suivant la demande d'un des actionnaires minoritaires qui invoquait les conséquences manifestement excessives qu'aurait la mise en œuvre du retrait obligatoire à l'issue de l'offre publique de retrait, le conseiller délégué du Premier président a ordonné le 7 octobre 2010<sup>49</sup> le sursis à exécution de la décision de conformité contestée jusqu'à ce qu'une décision au fond intervienne et ce, en contradiction avec plus de 20 ans de jurisprudence boursière qui avait toujours donné acte à l'AMF de son engagement de proroger la date de clôture des offres en sorte que cette clôture n'intervienne qu'après un arrêt au fond. Ainsi, l'offre publique initiée par Eiffarie a été suspendue à compter du 8 octobre 2010.

En considération de l'inhabituelle longueur de cette procédure (l'arrêt au fond initialement attendu pour le 17 mars 2011 n'était toujours pas rendu à l'été 2011) et des difficultés d'autres actionnaires minoritaires à céder leurs actions sur le marché, les sociétés APRR et Eiffarie ont déposé une requête en rétractation de l'ordonnance de sursis. Elles sollicitaient ainsi de la Cour qu'elle prenne acte de l'engagement de l'Autorité des marchés financiers d'ouvrir l'offre publique de

47. D&I AMF, n° 210C0881, 8 septembre 2010.

48. D&I AMF, n° 210C0734, 30 juillet 2010.

49. Ord. prem. prés. CA Paris, 7 octobre 2010, APRR, RG n° 2010/18689.

retrait dès que possible pendant une dizaine de jours de négociation pour la clôturer provisoirement, et de la rouvrir après l'arrêt au fond de la Cour pour une durée d'au moins dix jours de négociation, le retrait obligatoire n'intervenant qu'à l'issue de celle-ci. Le 28 juillet 2011, la Cour a fait droit à cette demande, a ordonné la rétractation de l'ordonnance de sursis du 7 octobre 2010 et a donné acte à l'AMF de l'engagement qu'elle proposait<sup>50</sup>.

## **b – Les questions prioritaires de constitutionnalité**

Cette décision a également donné lieu à deux questions prioritaires de constitutionnalité. La première que la Cour<sup>51</sup> a refusé de transmettre en raison de son défaut de caractère sérieux, était relative à la constitutionnalité de l'article L. 433-4 II du code monétaire et financier instaurant la procédure de « retrait obligatoire » au regard des droits et libertés garantis par l'article 17 de la Déclaration des droits de l'homme et du citoyen qui protège le droit de propriété.

La seconde, déposée par un actionnaire minoritaire personne publique, mettait en cause la constitutionnalité de l'article L. 433-4 II précité au regard des articles 21 et 34 de la Constitution relatifs au principe de libre administration des collectivités territoriales et au champ de compétence du législateur. Le 9 février 2011<sup>52</sup>, cette question prioritaire de constitutionnalité a été déclarée irrecevable s'agissant d'un moyen nouveau qui n'avait pas été soulevé dans le délai de 15 jours imparti par l'article R. 621-46 du code monétaire et financier.

## **c – La décision au fond de la Cour**

Les deux actionnaires minoritaires qui sollicitaient l'annulation de la décision de l'AMF invoquaient divers griefs tenant entre autres à une prétendue insuffisance de motivation, à une mauvaise information préalable des membres du conseil d'administration de la société cible ayant à rendre l'avis motivé et à une iniquité du prix d'offre. L'actionnaire minoritaire, personne publique, invoquait également plusieurs arguments de droit public considérant notamment que les actions APRR qu'il

détenait relevaient de son domaine public et, qu'en conséquence, le principe d'inaliénabilité des biens des personnes publiques faisait obstacle à la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire. Selon lui, cette offre contrevenait en outre au principe d'insaisissabilité des biens appartenant à une personne publique et au principe de libre administration des collectivités territoriales.

Dans le cadre de la procédure au fond, la Cour d'appel<sup>53</sup> a renvoyé au Tribunal administratif de Paris la question préjudicielle relative à la possibilité d'exercer un retrait obligatoire sur des actions détenues par une personne publique. Le Tribunal administratif de Paris<sup>54</sup> a alors jugé que les actions APRR détenues par un actionnaire, personne publique, appartenaient à son domaine privé et que la juridiction administrative n'était pas compétente pour se prononcer sur la question de savoir si ces titres étaient susceptibles de faire l'objet d'un retrait obligatoire. Le Conseil d'État a confirmé le jugement sur ces points<sup>55</sup>. Ainsi, le principe d'inaliénabilité des biens des personnes publiques qui ne s'applique qu'aux biens appartenant au domaine public ne fait pas obstacle en l'espèce à une mise en œuvre d'un retrait obligatoire.

La Cour a ensuite pu rendre, le 29 novembre 2012, son arrêt au fond<sup>56</sup> par lequel elle a débouté les requérants de l'ensemble de leurs demandes. De cet arrêt, on peut retenir essentiellement que (i) ni le principe d'insaisissabilité des biens relevant du domaine privé des personnes publiques, ni le principe libre administration des collectivités territoriales ne peuvent, « en soi, faire obstacle à la mise en œuvre [...] du retrait obligatoire prévu par l'article L. 433-4 II du code monétaire et financier qui, pas plus que le règlement général de l'AMF, n'a institué de procédure particulière lorsque l'actionnaire minoritaire concerné est une personne publique » et que (ii) s'agissant des critiques relatives aux conditions de tenue du conseil d'administration ayant rendu l'avis motivé, l'AMF n'ayant pas la compétence pour se prononcer sur la régularité des délibérations d'un conseil d'administration, cette régularité ne pourrait être discutée qu'à la suite de la

50. Ord. prem. prés. CA Paris, 28 juillet 2011, APRR, RG n° 2011/10354.

51. CA Paris, pôle 5, ch. 5-7, 2 novembre 2010, APRR, n° 2010/18707.

52. Ord. CA Paris, 9 février 2011, APRR, RG n° 2011/00961.

53. CA Paris, pôle 5, ch. 5-7, 17 mars 2011, APRR, n° 2010/18633.

54. TA Paris, 21 octobre 2011, APRR, n° 1105713 et 1107940.

55. CE, 4 juillet 2012, APRR, n° 356168.

56. CA Paris, pôle 5, ch. 5-7, 29 novembre 2012, APRR, n° 2010/18633.

mise en œuvre d'une action en nullité des délibérations du conseil d'administration devant la juridiction compétente.

La Cour a en outre confirmé que la décision de l'AMF contestée est suffisamment motivée, que rien ne permet de mettre en cause le caractère

juste et équitable de l'indemnisation proposée aux actionnaires minoritaires à partir de la mise en œuvre de la méthode multicritères.

Cette décision fait actuellement l'objet d'un pourvoi en cassation.

1

2

3

4

5

6

## 5 – Les aspects comptables

### A – LA REVUE DE L'AMF SUR LES COMPTES DES SOCIÉTÉS COTÉES

Dans le cadre des revues des comptes des sociétés cotées, l'AMF examine chaque année un échantillon de sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé. Cette sélection s'appuie sur des normes définies par l'ESMA qui combinent une sélection sur base de risques et une rotation des émetteurs contrôlés.

Au cours de l'exercice 2012, 118 sociétés (contre 107 en 2011) ont notamment fait l'objet d'un examen de leurs comptes en normes IFRS, se répartissant de la façon suivante :

- 14 dossiers d'introduction en bourse ;
- 19 rapports financiers annuels ;
- 85 documents de référence.

Les principaux sujets de revue ont porté sur des thématiques relatives aux dépréciations d'actifs, à l'information sectorielle, aux actifs destinés à être cédés, à la sensibilité donnée sur certaines hypothèses clés, etc.

L'AMF fait part aux sociétés concernées des observations qu'appellent de sa part les comptes publiés.

### B – LES PUBLICATIONS DE L'AMF EN MATIÈRE COMPTABLE

#### 1 – LES RECOMMANDATIONS DE L'AMF EN VUE DE L'ARRÊTÉ DES COMPTES 2012

Considérant que les comptes jouent un rôle essentiel dans l'information des investisseurs et

du public, l'AMF a, comme chaque année, émis une série de recommandations en vue de la préparation de l'arrêté des comptes<sup>57</sup>. Elles s'adressent aux émetteurs, à leurs commissaires aux comptes et aux autres utilisateurs.

L'objectif de ces recommandations est :

- de proposer des axes d'amélioration au titre de la qualité de l'information comptable ;
- de favoriser l'harmonisation de certaines pratiques ;
- de rappeler certaines des exigences posées par les normes comptables internationales (IFRS).

Ces dernières années, et plus particulièrement en 2009 et 2011, ces recommandations ont abordé des thèmes liés à la crise. Pour la plupart, ces thèmes demeurent d'actualité fin 2012, dans un contexte où les perspectives économiques de certaines grandes zones géographiques restent très incertaines.

Par ailleurs, l'ESMA a, le 6 novembre 2012, identifié quatre thématiques relatives à l'application des normes IFRS qui devront faire l'objet de contrôles par les régulateurs nationaux et pourront ainsi alimenter des études que l'ESMA prévoit de rendre publiques. Compte tenu du contexte économique et de marché observé en cette fin 2012, les quatre thématiques portent sur l'information sur :

- les tests de dépréciation menés sur les actifs non financiers en insistant sur la nécessité de présenter en annexes l'ensemble des hypo-

57. Ces recommandations sont disponibles sur le site internet de l'AMF [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org).

thèses clés (particulièrement les hypothèses opérationnelles) et une sensibilité à ces hypothèses ;

- les taux d'actualisation utilisés notamment pour la valorisation des engagements de retraite ;
- les provisions pour risques et charges en insistant sur les informations présentées en annexe aux comptes ;
- les expositions aux instruments financiers (dont la dette souveraine) et la façon dont ces instruments sont valorisés.

Ces thématiques sont au cœur des sujets traités par l'AMF cette année. L'AMF a néanmoins choisi de ne pas limiter ses recommandations à cette liste de quatre thèmes. En effet, de nombreuses entreprises procèdent à des cessions ou des abandons d'activités, soit en vue de réduire leur niveau d'endettement, soit pour améliorer l'allocation des ressources financières entre leurs activités. Il a donc semblé utile d'attirer l'attention des émetteurs sur certaines spécificités de la norme IFRS 5 qui traite de ces problématiques. Enfin, l'AMF a observé un certain nombre de situations pour lesquelles elle juge utile, en l'état actuel des normes IFRS, que les entreprises clarifient l'approche choisie en matière comptable (IAS 28 – Participations dans des entreprises associées, IAS 7 – Tableau des flux de trésorerie et IAS 8 – Méthodes comptables, changements d'estimations comptables et erreurs).

De plus, pour l'exercice 2012, l'AMF a souhaité développer trois thématiques, à savoir :

- les sujets d'actualité liés au contexte économique :
  - valorisation et dépréciation des instruments financiers<sup>58</sup>. En raison de l'attention portée par les investisseurs à la situation de trésorerie des émetteurs, les recommandations traitent aussi des équivalents de trésorerie,
  - pour les actifs non financiers : actifs d'impôts différés sur reports déficitaires et tests de dépréciation sur les actifs (dont les écarts d'acquisition) ;

- les normes d'application récente : regroupements d'entreprises, secteurs opérationnels ;
- les normes publiées par l'IASB mais non encore applicables : présentation des autres éléments du résultat global, compensation des actifs et passifs financiers et normes sur la consolidation.

Plus fondamentalement, afin de faciliter la lecture des annexes aux états financiers, l'AMF encourage les émetteurs à privilégier les informations portant sur les thématiques les plus pertinentes et à veiller à la qualité et à la clarté des explications fournies.

## 2 - L'ÉTUDE SUR LES HONORAIRES VERSÉS AUX COMMISSAIRES AUX COMPTES ET À LEUR RÉSEAU AU TITRE DE LA PÉRIODE 2011

L'AMF publie depuis plusieurs années une étude sur les honoraires versés aux commissaires aux comptes par les sociétés du CAC 40, de l'EUROSTOXX 50 mais aussi une sélection de sociétés des compartiments B et C d'Euronext.

En 2012, au regard des éléments collectés dans le cadre de cette étude<sup>59</sup>, l'AMF a constaté principalement :

- une stabilité des honoraires totaux versés, avec une baisse de 2 % pour les émetteurs du CAC 40 et de 1,6 % pour les émetteurs de l'EUROSTOXX 50 ;
- une légère hausse des honoraires versés au titre des diligences directement liées à la mission d'audit, pour le CAC 40, ceux-ci s'établissant à 14 % des honoraires d'audit ;
- un respect partiel de l'instruction de l'AMF<sup>60</sup> s'agissant des explications à fournir pour justifier des baisses significatives d'honoraires et pour comprendre ce que recouvrent les diligences directement liées ;
- une légère diminution de la part des prestations autres que l'audit par rapport aux honoraires totaux en France (5,5 % en 2011 contre 6 % en 2010) pour le CAC 40, la proportion étant supérieure au niveau européen (11 %).

58. Les textes applicables ont été rappelés sur le site de l'ANC : [www.anc.gouv.fr](http://www.anc.gouv.fr).

59. Les résultats de cette étude ont été publiés sur le site de l'AMF en juillet 2012.

60. Instruction AMF n° 2006-10 relative à la publicité des honoraires des contrôleurs légaux des comptes et des membres de leurs réseaux.



### 3 – LA RECOMMANDATION AMF N° 2013-01 RELATIVE À L'INCIDENCE DU CHANGEMENT DE DATE DE CLÔTURE EN MATIÈRE D'INFORMATION FINANCIÈRE *PRO FORMA*

Le cadre normatif comptable ne traite pas directement des changements de date de clôture d'un exercice comptable dès que ce changement entraîne souvent une difficulté de comparabilité dans le temps de l'information financière donnée marché.

Afin de pallier cette lacune de texte et dans un souci de lisibilité et de comparabilité de l'information comptable et financière, il est apparu utile, en cas de changement de date de clôture, de demander aux émetteurs de fournir une information *pro forma* de leurs principaux agrégats comptables sur une base comparable, dans le but de permettre une utilisation prospective de ces données.

### C – LES RELATIONS ENTRE L'AMF ET L'AUTORITÉ DES NORMES COMPTABLES

L'Autorité des normes comptables (ANC) a pour principales missions :

- d'établir, sous forme de règlements, les prescriptions comptables générales et sectorielles que doivent respecter les personnes physiques ou morales soumises à l'obligation légale d'établir des documents comptables conformes aux normes de la comptabilité privée;
- de donner un avis sur toute disposition législative ou réglementaire contenant des mesures de nature comptable applicables aux personnes visées ci-dessus, élaborée par les autorités nationales;
- d'émettre, de sa propre initiative ou à la demande du ministre chargé de l'Économie, des avis et prises de position dans le cadre de la procédure d'élaboration des normes comptables internationales;
- de veiller à la coordination et à la synthèse des travaux théoriques et méthodologiques conduits en matière comptable.

L'AMF concourt activement à l'élaboration des normes comptables et des positions préparées par l'ANC par sa participation au Collège de l'ANC,

à la Commission des normes privées et aux différents groupes de travail.

Au niveau européen, l'année 2012 a notamment été marquée par les débats sur l'adoption des normes relatives à la consolidation (IFRS 10, 11, 12, IAS 27R et IAS 28R) et à l'évaluation de la juste valeur (IFRS 13) par l'Union européenne.

### D – 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;
- de veiller au respect de la déontologie et, notamment, de l'indépendance des commissaires aux comptes.

Lorsque les contrôles effectués touchent des sociétés relevant de sa compétence, l'AMF apporte son concours au contrôle qualité<sup>61</sup>.

Par ailleurs, le président de l'AMF est membre du Collège des H3C.

61. Cf. Rapport annuel 2010, p. 159 : accord signé par l'AMF et le H3C le 11 janvier 2010 concernant le contrôle qualité des travaux des commissaires aux comptes disponible sur le site internet de l'AMF [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org).

## 6 – Les travaux de la Commission consultative et des groupes de place en matière d'opérations et d'informations financières des émetteurs

### A – LA COMMISSION CONSULTATIVE OPÉRATIONS ET INFORMATION FINANCIÈRE DES ÉMETTEURS

#### Composition

La composition de la commission consultative « Émetteurs » n'a pas évolué en 2012 et reste la suivante :

**Olivier Poupart-Lafarge**, président  
**Marie-Ange Debon**, vice-présidente.

- Thierry d'Argent (Société Générale),
- Olivier Assant (Bredin Prat)
- Jean-Baptiste Bellon (Trapeza Conseil)
- Jean Beunardeau (HSBC France)
- Philippe Bougon (Schneider Electric)
- Aldo Cardoso (administrateur indépendant)
- Jean-Régis Carof (L'Oréal)
- Franck Ceddaha (Oddo Corporate Finance)
- Christophe Clerc (Marccus Partners)
- Alain Couret (CMS Bureau Francis Lefevre)
- Jean-Jacques Dedouit (Cailliau Dedouit)
- Marie-Noëlle Dompé (Darrois Villey Maillot Brochier)
- André Dupont-Jubien (Veil Jourde)
- Philippe d'Hoir (Fidal)
- Pascal Imbert (Solucom)
- Marc Lefèvre (NYSE Euronext)
- Michel Léger (BDO France)
- Olivier Mallet (Vallourec)
- Alain de Marcellus (Cap Gemini)
- Patrice Marteau (Acteo)
- Hervé Philippe (Havas)
- Eliane Rouyer-Chevalier (Edenred)
- Jérôme Schmitt (Total).

#### ACTIVITÉ

La Commission consultative Émetteurs s'est réunie huit fois en 2012. Elle a été informée ou consultée sur un certain nombre d'évolutions normatives et travaux européens :

- la proposition de révision de la directive « Transparence »<sup>62</sup> ;
- la proposition de règlement européen concernant l'amélioration du règlement des opérations sur titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres<sup>63</sup> (CSD) ;
- la proposition de règlement de la Commission européenne sur les documents d'informations clés pour les produits d'investissement à destination du grand public<sup>64</sup> (dit « RIPS ») ;
- les incidences pour les émetteurs des standards techniques (proposés par l'ESMA) relatifs au règlement dit « EMIR<sup>65</sup> » ;
- les enjeux de la révision en cours du dispositif communautaire « Abus de marché » (directive et règlement d'application) ;

62. Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et la directive 2007/14/CE de la Commission, publiée le 25 octobre 2011.

63. Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil concernant l'amélioration du règlement des opérations sur titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres (DCT) et modifiant la directive 98/26/CE, publiée le 7 mars 2012.

64. Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement, publiée le 3 juillet 2012.

65. Règlement n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux.

1
2
3
4
5
6

- le calendrier et les modalités d'entrée en vigueur de la directive Prospectus révisée, évoquée *supra*, et de ses deux règlements d'application du 30 mars et du 4 juin 2012 ;
- les consultations de la Commission européenne sur l'avenir du droit européen des sociétés et sur le déséquilibre entre les hommes et les femmes au sein des organes décisionnels des entreprises dans l'Union européenne ;
- les travaux du *Corporate Governance Advisory Group* du *Corporate Finance Standing Committee* de l'ESMA sur les agences de conseil en vote.

En outre, l'avis de la commission consultative a été recueilli sur des projets de rapports publics et de modification du règlement général et de la doctrine de l'AMF sur l'information financière et comptable :

- les projets de révision du règlement général de l'AMF sur les offres publiques d'acquisition, les sondages de marché<sup>66</sup>, les déclarations de franchissements de seuils et les déclarations d'intentions ;
- les projets de position de l'AMF sur l'offre de titres financiers réservée à un cercle restreint d'investisseurs autres que des investisseurs qualifiés<sup>67</sup>, sur le cadre juridique et l'information du marché lors de la mise en place d'*equity lines* et de PACEO<sup>68</sup>, et sur la communication des sociétés sur les opérations financières ne donnant pas lieu à la publication d'un prospectus ;
- les recommandations comptables de l'AMF en vue de l'arrêté des comptes 2012<sup>69</sup> et sur l'incidence du changement de date de clôture en matière d'information financière *pro forma*<sup>70</sup> ;

- l'étude annuelle sur les honoraires des commissaires aux comptes<sup>71</sup> ;
- le projet de rapport 2012 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et les rémunérations des dirigeants des sociétés cotées, précité ;
- l'étude annuelle de l'AMF sur les rapports des présidents sur les procédures de contrôle interne et de gestion des risques<sup>72</sup>.

Les travaux du *Consultative Working Group* du *Corporate Finance Standing Committee* de l'ESMA et de l'étude sur l'application de la directive sur les offres publiques d'acquisition, réalisée par le cabinet Marccus Partners pour le compte de la Commission européenne, ont également été présentés à la commission consultative.

## B – LE TRAVAIL DE L'AMF DANS LES GROUPES OU STRUCTURES DE PLACE

### 1 – PARIS EUROPLACE

Dans le cadre du collège des émetteurs de Paris Europlace, l'AMF s'est mobilisée pour le financement de l'économie par le marché, notamment la poursuite de la relance du marché obligataire primaire et du développement de plateformes transparentes de transactions, initié en mai 2009 par le groupe Cassiopée.

Elle a ainsi contribué, sous l'égide du comité de droit financier, à la création de contrats de liquidité obligataire, qu'elle a reconnus comme pratique de marché admise<sup>73</sup>. Elle participe également depuis fin 2012 à la commission ISR-RSE<sup>74</sup>, qui regroupe désormais l'ensemble des comités qui traitaient auparavant de ce thème.

66. Le code de conduite y afférent de l'Association des marchés financiers (AMAFI) a également été soumis à la commission consultative.

67. Position AMF n° 2012-09 du 25 juillet 2012 sur les offres de titres financiers par placement privé.

68. Position-recommandation AMF n° 2012-18 du 6 décembre 2012 sur l'information du marché lors de la mise en place et l'exécution d'un programme d'*equity line* ou PACEO.

69. Recommandation AMF n° 2012-16 du 16 novembre 2012 sur l'arrêté des comptes 2012.

70. Recommandation AMF n° 2013-01 du 2 janvier 2013 sur l'incidence du changement de date de clôture en matière d'information financière *pro forma*.

71. Étude relative aux honoraires versés aux commissaires aux comptes et à leur réseau au titre de la période 2011 par les groupes du CAC 40, de l'EUROSTOXX 50 et d'un échantillon de 41 sociétés des compartiments B et C d'Eurolist, publiée le 26 juillet 2012.

72. Étude relative aux rapports des présidents sur les procédures de contrôle interne et de gestion des risques pour l'exercice 2011, publiée le 26 novembre 2011.

73. Pratique de marché admise AMF n° 2012-04, publiée le 8 juin 2012.

74. Investissement socialement responsable – Responsabilité sociale des entreprises.

## 2 – LES INITIATIVES EN FAVEUR DES PME

### a – L'Observatoire du financement des entreprises par le marché (OFEM)

Avec d'autres institutions, l'AMF apporte son concours financier et humain à l'Observatoire du financement des entreprises par le marché (OFEM). Outre un suivi attentif des initiatives de financement des PME et ETI<sup>75</sup>, l'OFEM a en 2012 amplifié ses dispositifs de soutien à l'analyse financière et à la recherche académique :

- en matière d'analyse financière, l'assouplissement de la procédure et des critères d'éligibilité décidé fin 2011 a permis d'accroître substantiellement l'attractivité du dispositif au moyen notamment d'une implication plus directe des analystes. Une douzaine d'entreprises ont ainsi fait l'objet d'une analyse en 2012, soit 20 % du total des entreprises identifiées ;
- cinq équipes universitaires ont été mobilisées pour réaliser des études<sup>76</sup> permettant d'établir un bilan dans une perspective européenne.

### b – Le séminaire annuel sur les PME et la bourse

L'AMF et NYSE Euronext ont organisé à Nantes, le 19 septembre 2012, la 3<sup>e</sup> édition de leur séminaire sur « la bourse et les PME », qui a réuni près d'une centaine de participants (entreprises, professionnels des marchés financiers et régulateur) et s'est articulé autour de :

- une table ronde intitulée « La bourse permet-elle aux PME de mieux se financer ? », au cours de laquelle les intervenants ont débattu sur les

raisons pour lesquelles la cotation en bourse peut être une opportunité pour les entreprises, tout en examinant les autres moyens de financement possibles ;

- un atelier sur « la cotation en pratique », dont l'objectif était de répondre à des questions opérationnelles des PME et ETI sur, notamment, le cadre réglementaire de la cotation, les évolutions normatives récentes ou en cours et les attentes des investisseurs en termes d'information financière.

### c – Le projet de Bourse de l'entreprise

Enfin, l'AMF a suivi avec attention les démarches tendant à la redynamisation du marché des PME et ETI, en particulier le rapport<sup>77</sup> établi par MM. Thierry Giami et Gérard Rameix et le projet de « Bourse de l'entreprise », initié par le Comité d'orientation stratégique de NYSE Euronext.

Le 4 décembre 2012, l'opérateur boursier a présenté son projet, qui repose sur la création d'une filiale de services dotée de moyens mutualisés et dédiés. L'AMF a participé à diverses réunions de place sur ce thème et fait part de sa disponibilité pour examiner plus en détails certains aspects structurants de cette initiative relatifs, par exemple, à la cotation, au modèle de tarification des intermédiaires et aux droits et obligations des *listing sponsors*.

---

75. Telles que le fonds mutualisé Micado, la plateforme IBO (*Initial Bond Offering*) d'Euronext ou les fonds nova 1 et nova 2 investis en actions de PME et ETI cotées.

76. Les thèmes sont les suivants : bilan d'Alternext pour la période 2005-2010, modèle de la performance des PME-ETI cotées, les PME et le marché obligataire, comparaison du modèle français avec l'écosystème britannique, comparaison du modèle français avec l'écosystème allemand.

---

77. Rapport au ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie sur le financement des PME-ETI par le marché financier, publié le 21 février 2012.