

DISPOSITIONS DU REGLEMENT GENERAL RELATIVES AU REGIME DES OFFRES PUBLIQUES

Consultation de l'AMF

- Réponse de l'AMAFI -

1. L'AMF a mis, le 19 mai en consultation publique, et ce, jusqu'au 30 juin 2009, des modifications concernant le régime des offres publiques qu'elle propose d'apporter à son règlement général. Cette consultation complète celle que la DGTPE a lancée parallèlement pour modifier un certain nombre de dispositions législatives se rapportant au même sujet¹.

2. L'Association observe tout d'abord que le délai accordé pour cette consultation (couplée à celle de la DGTPE), qui est inférieur à deux mois, reste très court par rapport au travail que nécessite le souci d'apporter une contribution constructive et argumentée, de nature à éclairer la DGTPE et l'AMF, dans les choix qui pourront être proposés aux diverses autorités concernées ainsi qu'au Parlement s'agissant des dispositions de nature législative. Cela lui semble d'autant plus inopportun que :

- a. Le sujet des offres publiques est important et sensible tant pour les émetteurs que pour le bon fonctionnement du marché et, au-delà, de l'économie dans son ensemble.
- b. Aucune urgence juridique ou politique n'existe, surtout en l'absence de véhicule législatif identifié permettant d'opérer à brève échéance les modifications décidées sans lesquelles il ne peut naturellement y avoir lieu à modifications réglementaires.
- c. De nombreuses autres urgences existent par ailleurs du fait de la situation particulière manifestée par la crise actuelle, qui se traduisent par un nombre très élevé de consultations, particulièrement mobilisatrices ces derniers mois des professionnels et de leurs associations représentatives².
- d. L'observation que le sujet des offres publiques a déjà donné lieu à de nombreuses réflexions au cours des derniers mois est sans incidence dès lors que l'objet d'une consultation publique est de permettre à toutes les personnes concernées, au-delà de celles qui ont participé à ces réflexions, d'exprimer leur avis.
- e. Les travaux antérieurs ont donné lieu à des prises de position fortes, parfois très tranchées, sinon divergentes, qui appellent à un approfondissement serein de la réflexion.

L'AMAFI a déjà et continuera à faire preuve de réactivité chaque fois que les circonstances l'exigeront. Il est toutefois nécessaire que l'urgence ne devienne pas la règle au risque d'un appauvrissement des réponses reçues dans le cadre des consultations publiques.

¹ En raison du caractère intrinsèquement lié des sujets traités dans l'un et l'autre cas, l'AMAFI transmet également ci-joint à l'AMF, à titre d'information, sa réponse à la consultation de la DGTPE.

² A titre indicatif, l'AMAFI a répondu à 25 consultations depuis le début de 2009 et d'ici la fin juillet 2009, 4 consultations concernant ses adhérents sont encore en cours.

3. Ces observations préliminaires étant faites, l'AMAFI souhaite apporter aux questions posées les réponses suivantes :

REPONSES AUX QUESTIONS POSEES

➤ **I. Les modifications du règlement général de l'AMF concernant les marchés réglementés**

✓ ***I.1 – L'abaissement du seuil de l'offre publique obligatoire***

4. L'AMF propose d'abaisser le seuil de l'offre obligatoire à 30% (ce chiffre couvrant tant la détention directe que la détention indirecte) proposition à laquelle l'AMAFI n'est pas favorable pour les raisons énoncées ci-après.

5. L'AMF en effet justifie sa proposition par le fait que le seuil actuel d'un tiers du capital ou des droits de vote serait « *de plus en plus éloigné de la notion de contrôle de fait matérialisant une réelle emprise sur la société* ». Or, en se fondant ainsi sur la notion de « *contrôle de fait* » qui se situerait à un niveau inférieur au seuil du contrôle « *de droit* » que représente la « *minorité de blocage* » du tiers du capital ou des droits de vote, elle se fonde en réalité sur la constatation que compte tenu d'un taux d'abstention élevé en assemblée générale, le pouvoir effectif de contrôle de la société peut être pris avec moins de 33,33 % du capital. Si la réalité de ce constat ne peut être discutée, un approfondissement serait néanmoins nécessaire pour rechercher les raisons de cette abstention.

En effet, celle-ci ne doit pouvoir résulter que d'une alternative :

- ✓ D'un côté, l'actionnaire peut faire le choix de s'abstenir, et donc de laisser les autres (qu'il estime mieux informés et à même de défendre ses intérêts au travers des leurs) décider à sa place, et la question est alors de savoir pour quels motifs cette liberté d'abstention serait discutée ;
- ✓ De l'autre, l'actionnaire peut être confronté à des difficultés matérielles pour être en situation de voter, et la question est alors celle des facilités qui peuvent être mises en place pour répondre à ces difficultés.

6. Dans l'un ou l'autre cas, la modification d'une règle de droit aussi lourde de conséquences qu'est l'abaissement du seuil de déclenchement de l'offre obligatoire ne peut être la réponse appropriée à une situation de fait telle que l'abstention des actionnaires lors des assemblées générales - qui, comme indiqué ci-dessus, peut avoir des causes soit qu'il convient de respecter (le droit d'exercer ou non une prérogative conférée à l'actionnaire), soit auxquelles on peut chercher à remédier par d'autres moyens.

Lorsque, dans une élection nationale ou locale, le taux d'abstention s'avère être très élevé, penserait-on pour autant à en modifier les règles de majorité ? La réponse négative paraît évidente dans ce cas où l'on cherchera plutôt à s'« *attaquer* », notamment par la voie incitative, aux causes de l'abstention constatée... Pourquoi n'en serait-il pas de même pour les votes en assemblée générale, autre manifestation de la démocratie et de la liberté qui s'y attache...

7. L'AMAFI s'interroge également sur le but poursuivi par la réforme proposée : est-ce véritablement à l'exercice du contrôle de fait que l'on veut s'attaquer ? Ne veut-on pas plutôt, dans le souci de transparence qui a présidé à la réforme des franchissements de seuils et des déclarations d'intention, éviter ou maîtriser les prises de contrôle rampantes, notamment par le biais de moyens

tels que la réglementation désormais étendue des franchissements de seuils ou de l'action de concert ? Par ailleurs, l'abaissement du seuil de déclenchement d'une offre publique, surtout s'il était conjugué à un périmètre élargi pour le calcul dudit seuil (conformément à une proposition faite par la DGTPE dans sa consultation) ne risque-t-il pas d'avoir un effet quelque peu pernicieux en limitant sensiblement le niveau de participation auquel un actionnaire peut prétendre sans être contraint de déposer une offre obligatoire et par voie de conséquence, en assurant de ce fait le « management » en place d'une plus grande sécurité face à des contestations possibles dans le cours de la vie sociale ... ? Il semble qu'il y ait là matière à s'interroger sur l'impact d'une telle situation sur la gouvernance des sociétés cotées

8. L'AMAFI s'interroge enfin sur l'efficacité du « remède » proposé, à savoir l'abaissement du seuil de déclenchement de l'offre obligatoire à 30%³ :

En termes d'efficacité en soi, par rapport au but poursuivi, il apparaît tout d'abord peu probable qu'une simple variation de 3% ait un réel impact sur la situation des sociétés cotées et permette désormais de saisir le contrôle de fait qui s'exerce en leur sein.

Mais surtout, l'abaissement proposé paraît présenter deux inconvénients qui ne doivent pas être négligés :

- ✓ D'une part, alors que le seuil de 30% n'existe pas dans le droit positif français, ni dans la réglementation des franchissements de seuils, ni en droit des sociétés, améliorerait-on la lisibilité du droit français et son attractivité en multipliant ainsi des seuils qui se juxtaposeraient pour répondre à des préoccupations différentes ?
 - ✓ D'autre part, l'abaissement du seuil en question nécessite l'introduction de mesures transitoires qui, comme on le verra ci-après, sont source d'une certaine complexité qui conduit à se demander si « le jeu en vaut bien la chandelle »...
- ✓ ***1.2 – L'instauration d'une disposition transitoire dans le cadre de l'abaissement du seuil d'offre obligatoire***

9. L'AMF propose l'introduction d'un régime transitoire, d'une durée de cinq à sept ans au cours de laquelle tout actionnaire détenant entre 30% et un tiers du capital serait dispensé de l'obligation de déposer une offre, obligation qui s'imposera en revanche à lui si, au terme du délai en question, il n'a pas réduit sa participation à un seuil inférieur à 30%.

10. Il ne fait pas de doute pour l'AMAFI que si le seuil de déclenchement de l'offre obligatoire était abaissé à 30%, des mesures transitoires seraient nécessaires. Elle souhaite cependant formuler quelques observations en relation avec certains aspects des mesures proposées :

- ✓ Leur durée tout d'abord : tout en comprenant que ce délai doit permettre aux actionnaires qui le souhaitent de céder une partie de leur participation dans des conditions financières équitables, ce qui signifie que cette cession ou potentialité de cession ne doit pas affecter le marché de leur titres et le marché en général, l'Association s'interroge sur la durée de 5 à 7 ans proposée qui peut paraître d'autant plus longue que vont alors coexister deux régimes avec toute la complexité qui s'attache à ce type de situation ;
- ✓ Il ne paraît pas juste que les actionnaires bénéficiaires de ces mesures transitoires bénéficient par la même de la possibilité, pendant la période concernée, d'augmenter

³ Dont on observe au demeurant qu'il n'est pas motivé par un souci d'harmonisation au sein de l'Union européenne qui connaît en effet une variété de seuils dont, pour certains pays, le seuil de 33,33%.

librement et sans conséquence, leur participation, au sein de la tranche 30%-33,33% alors que ceux qui se situeraient à la limite des 30% ne pourraient le faire sans être contraint de déposer une offre ; De ce fait, il semble qu'en cas d'application des mesures transitoires, la nouvelle rédaction proposée de l'article 234-2, II (avec la modification corrélatrice de l'article 234-3, II) devrait être modifiée comme suit :

*« Lorsqu'une personne physique (...). Si dans ce délai, cette personne augmente sa participation ~~au-delà du tiers des titres de capital ou des droits de vote~~ **au-delà du montant détenu à [la date d'entrée en vigueur du seuil de 30%] et déclaré à l'AMF en vertu des dispositions qui précèdent**, elle est également tenue de déposer un projet d'offre publique ».*

➤ **II. Les modifications du règlement général de l'AMF concernant les systèmes multilatéraux de négociation organisés**

✓ ***II.1 – L'instauration d'une procédure d'offre publique obligatoire***

11. L'AMF propose :

- ✓ l'instauration sur les SMNO d'une offre publique obligatoire en cas de franchissement direct ou indirect d'un seuil de 50%, à l'instar du seuil actuellement applicable à la garantie de cours sur Alternext qui serait quant à elle supprimée conformément à la proposition faite par la DGTPF dans sa consultation,
- ✓ d'étendre aux SMNO la possibilité d'un franchissement temporaire dans des conditions identiques à celles applicables sur le marché réglementé,
- ✓ d'étendre aux SMNO les modalités de détermination du prix de l'offre applicable sur le marché réglementé.

12. L'AMAFI n'est pas opposée par principe à l'instauration d'un régime d'offre obligatoire sur les SMNO en remplacement de la garantie de cours dans la mesure où cela semble correspondre à un besoin ressenti, tant par les émetteurs cotés sur Alternext, que par les investisseurs intéressés par ce marché.

13. Elle observe cependant qu'il est assez paradoxal d'introduire sur Alternext un régime entièrement calqué sur celui applicable sur le marché réglementé alors que les efforts de ces derniers mois, notamment au travers de la réforme de l'appel public à l'épargne, ont consisté à autonomiser l'un par rapport à l'autre. Il faut rappeler à cet égard que la procédure en cours d'examen au Parlement qui vise à autoriser le transfert de sociétés cotées sur les compartiments B et C de l'Eurolist vers Alternext est principalement motivée par les coûts induits par les obligations d'information applicables sur le marché réglementé qui sont jugés « *dissuasifs au regard des bénéficiaires de la cotation*⁴ ». Certes la proposition de loi en question prévoit le maintien, pendant trois ans suivant le transfert, des obligations d'information relatives aux franchissements de seuils ainsi que du régime d'offre publique applicable sur le marché réglementé mais il s'agit là clairement d'une mesure transitoire visant à assurer une protection adéquate des actionnaires minoritaires pendant une période limitée. Et ce, dans l'attente de la mise en place d'un régime propre à Alternext et de la possibilité, pour les sociétés transférées d'Euronext, de « retomber » dans ce régime propre à l'expiration de la période transitoire.

⁴ Rapport du Sénateur Marini, 27 mai 2009

14. De ce fait, l'AMAFI s'interroge sur la possibilité d'alléger le système qui serait mis en place sur Alternext en confiant notamment à l'entreprise de marché, plutôt qu'à l'AMF, le soin de fixer certaines règles s'y rapportant.

✓ ***II.2 – La détermination du champ des dérogations à l'obligation de dépôt d'un projet d'offre publique***

15. S'agissant des dérogations, l'AMF propose de la même façon d'introduire sur les SMNO la possibilité d'une dérogation dans les mêmes cas et mêmes conditions que ceux applicables sur les marchés réglementés, à l'exception de la dérogation relative au cas de franchissement dû à la mise en concert sur laquelle elle s'interroge eu égard aux « *spécificités des SMNO dont les règles sont par définition moins contraignantes que celles applicables aux marchés réglementés* ».

16. L'AMAFI n'a pas d'observation particulière à faire concernant les cas de dérogations qu'il est opportun de prévoir, souhaitant simplement rappeler, comme elle l'a fait plus haut, que les règles applicables aux SMNO ne doivent pas être systématiquement calquées sur celles des marchés réglementés et qu'il y a donc lieu de s'interroger, au cas par cas, sur les règles qu'il convient d'introduire sur ces marchés organisés et sur celles dont il paraît préférable, par souci de flexibilité, de confier l'adoption à l'entreprise de marché.

