

92 Consultation de place de l'AMF sur les offres publiques : l'introduction d'un seuil de caducité obligatoire à 50 % en question

Une nouvelle consultation de Place de l'AMF sur les offres publiques s'est clôturée le 31 janvier 2012. La proposition la plus débattue concernait l'instauration d'un seuil obligatoire de caducité, fixé à 50 % du capital ou des droits de vote, pour toute offre publique volontaire en procédure normale. La consultation portait également sur d'autres amendements du règlement général de l'AMF, soit spécifiques à Alternext soit purement techniques

Offres publiques – Consultation AMF – Seuil de caducité – SMNO – Alternext – Cas de dérogation – Condition suspensive antitrust – Extension

Consultation publique de l'AMF sur son projet de règlement général concernant les offres publiques d'acquisition, communiqué AMF, 9 déc. 2011

COMMENTAIRE

L'AMF a souhaité consulter la Place sur les modifications envisagées de son règlement général concernant les offres publiques¹. L'AMF a proposé principalement l'introduction d'un seuil de caducité automatique de 50 % pour toute offre volontaire relevant de la procédure normale. La nécessité d'un tel seuil automatique fixé à 50 % est une question délicate qui ne sera pas évidente à trancher (I). La consultation proposait également l'adoption de nouvelles dispositions spécifiques à Alternext (II) et plusieurs mesures techniques visant à adapter les procédures d'offres publiques (III).

I - Introduction d'un seuil de caducité

L'introduction du seuil de caducité est une évolution qui semblait devenue nécessaire au regard des récentes affaires *Valtech* et *SeLogger.com*. L'AMF avait considéré que sa réglementation ne lui permettait pas d'imposer pour les offres en numéraire un seuil de renonciation à l'initiateur, même si les caractéristiques de l'offre le rendaient nécessaire. La réponse de l'AMF est radicale puisque l'Autorité a proposé la mise en place d'un seuil automatique, fixé à 50 % du capital ou des droits de vote, sur une base non diluée. Ce dispositif serait prévu à l'article 231-9, II, du règlement général de l'AMF. Selon l'AMF, un seuil de renonciation plus élevé, éventuellement exprimé en tenant compte du capital potentiel, pourrait être prévu volontairement par l'initiateur², comme c'est déjà le cas actuellement.

L'Autorité proposait dans sa consultation que le texte soit reformulé pour prévoir la faculté, dans des cas exceptionnels, de dispenser l'initiateur du seuil de caducité.

Un tel seuil permettrait d'empêcher la réussite d'une offre qui ne viserait pas un véritable contrôle majoritaire de la cible, les actionnaires se décidant ensuite en connaissance de cause. Un seuil est aussi prévu par le *City Code on Takeovers and Mergers* qui subordonne la réussite d'une offre publique volontaire à la condition que l'initiateur détienne plus de 50 % des droits de vote de la société cible.

Cette proposition a aussi plusieurs inconvénients :

- il est regrettable que la proposition de l'AMF donne au seuil un caractère systématique. Ce seuil n'a, dans les faits, que peu d'intérêt en dehors de certains cas, principalement des offres non sollicitées ou pour lesquelles le prix n'a pas fait l'objet d'un accord préalable avec la cible ou ses principaux actionnaires. Dans le cas des offres négociées, il sera presque toujours inutile, car l'initiateur pourra de lui-même s'assurer du contrôle majoritaire de la cible non seulement par un seuil de réussite, mais encore en libellant son offre à des conditions satisfaisantes ;
- la logique même d'un seuil automatique fixé arbitrairement à 50 % paraît contestable puisque dans certains cas, le contrôle n'est pas atteint à ce niveau³ et dans d'autres cas, la prise de contrôle majoritaire

1 V. F. Martin Laprade, « Consultation publique de l'AMF sur son projet de règlement général concernant les OPA » : BJB mars 2012, p. 100, n° 54, éclairage.

2 Outre la mise en place du seuil de caducité, la consultation proposait qu'un seuil de renonciation volontaire puisse être abaissé ou supprimé, après autorisation de l'AMF, jusqu'à cinq jours avant la clôture de l'offre, sans entraîner la publication d'une nouvelle note d'information visée par l'AMF, comme c'est le cas actuellement.

3 Cela peut être le cas des sociétés où les statuts prévoient un droit de vote double, car le franchissement du seuil de 50 % en capital ne permet pas de disposer immédiatement du contrôle effectif (le projet d'article 231-9, II, prévoit que l'offre peut être caduque par simple franchissement du seuil de 50 % en capital).

est juridiquement impossible⁴. La majorité du capital ou des droits de vote ne constitue pas en outre une référence absolue. À cet égard, dans un dossier récent, l'AMF a admis⁵ qu'une offre publique pouvait ne pas viser l'obtention de la majorité. Il serait en effet injuste que les actionnaires minoritaires, dans le cas d'offres négociées⁶, soient privés d'une liquidité ;

- le seuil de caducité pourrait conduire les initiateurs à privilégier, par effet d'aubaine, la voie de l'offre publique obligatoire⁷, qui n'est pas soumise à ce seuil, en réalisant des ramassages destinés à s'assurer la constitution d'un bloc de plus de 30 %, ce qui ne constitue pas un progrès en termes de transparence ;
- le seuil aboutirait à permettre à un bloc d'actionnaires représentant la majorité du capital, agissant ou non de concert, de décider de la réussite d'une offre et ainsi d'empêcher les minoritaires de bénéficier d'une liquidité ;
- la détermination « à froid » des cas de dispense du seuil, sera complexe.

Il n'en reste pas moins que l'AMF doit pouvoir imposer, dans certains cas, un seuil de réussite et pour cela, son règlement général doit le prévoir clairement. Dans cette approche, l'AMF se verrait expressément reconnaître le droit d'exiger, en fonction des circonstances, l'insertion d'un seuil de renonciation au titre de l'article 231-9 du règlement général de l'AMF. En pratique, il est vraisemblable que dans ce cas les initiateurs fixeraient spontanément un tel seuil, de manière quasi-systématique. Son niveau, en revanche, ne serait pas figé par le règlement général de l'AMF, ce qui améliorerait la flexibilité du dispositif. Contrairement au projet actuel, cela permettrait d'imposer un seuil autre que celui de 50 %, par exemple inférieur.

Malgré ces critiques et l'hostilité d'une partie de la Place⁸, le collège de l'AMF pourrait décider de retenir le seuil de caducité automatique tel qu'il a été proposé, plus radical mais aussi plus prévisible.

Cette réforme aura aussi pour effet de rendre quasiment impossible toute acquisition de titres de la cible par l'initiateur (et les personnes agissant de concert avec elle) en dehors de l'offre. En effet, l'article 232-14 du règlement général de l'AMF, interdit les acquisitions de titres de la cible par l'initiateur d'une offre publique soumise à une condition, ce qui inclut le cas

du seuil de caducité, automatique ou non. L'AMF a invité les participants à la consultation à proposer des aménagements à ce dispositif.

II - Dispositions spécifiques à Alternext

Concernant les offres sur les systèmes multilatéraux de négociation organisés (SMNO) comme Alternext, l'Autorité proposait d'introduire trois nouveaux cas de dérogations spécifiques visant :

- le franchissement du seuil de 50 % du capital ou des droits de vote consécutif à une offre « contractuelle ». En effet, aux termes de la réglementation applicable sur les SMNO, en cas de franchissement du seuil de 50 % du capital ou des droits de vote par suite d'une offre « contractuelle », l'initiateur est actuellement tenu, par l'article 235-2 du règlement général de l'AMF, de déposer un projet d'offre publique. Outre le caractère inutile de cette offre en « doublon », l'AMF, dans le cadre de son examen de la seconde offre, serait tenue de s'assurer *a posteriori* que la première offre a bien respecté les principes généraux des offres publiques⁹. La proposition de l'AMF aboutirait à une situation identique : l'AMF exercerait, *de facto*, dans le cadre de l'examen de la dérogation, un contrôle *a posteriori* sur l'offre « contractuelle » et ne remédierait pas ainsi à la situation d'insécurité juridique des initiateurs d'offres volontaires sur Alternext. Il serait donc préférable d'obtenir à terme, avec l'accord d'Euronext, que l'AMF puisse examiner l'ensemble des offres sur Alternext, y compris les offres « contractuelles », dans le cadre de la procédure de conformité.
- la souscription de titres dans le cadre d'une augmentation de capital réservée dans la mesure où une assemblée générale aura préalablement autorisé l'opération ;
- l'exercice de titres donnant accès au capital pour faciliter la réalisation d'une restructuration financière. L'investisseur qui participerait à cette opération de retournement bénéficierait d'une dérogation en contrepartie de sa prise de risque. L'AMF devra préciser les conditions pour l'octroi de cette dérogation afin d'éviter des contournements.

⁴ Tel est le cas, par exemple, des sociétés à statut particulier (par ex., les sociétés du secteur audiovisuel).

⁵ Cas d'une SIIC (déc. AMF, D & I n° 211C1295, *Eurosic*, 19 juill. 2011). En ce sens contraire, v. déc. CMF, D & I n° 20031882, 13 nov. 2003, *Sophia* et l'affaire *La Ruche Picarde* où l'autorité boursière a déclaré une surenchère irrecevable en raison de la position adoptée par les actionnaires majoritaires de ne pas accepter cette offre (*Rapp.* COB 1980, p. 88).

⁶ Notamment si l'avis du motivé du conseil d'administration ou de surveillance a considéré que l'offre n'était pas contraire aux intérêts de la société, de ses actionnaires et de ses salariés, le cas échéant sur la base d'un rapport d'expert indépendant.

⁷ Sauf à étendre le même régime aux offres obligatoires, ce qui poserait d'autres difficultés.

⁸ V. les observations de l'Amafi, 12-08, 1^{er} févr. 2012.

⁹ Sur ce point v. BJB oct. 2011, p. 563, n° 278.

III - Adaptation des procédures d'offres publiques

Un troisième volet de la consultation concernait l'extension de la condition suspensive *antitrust* prévue à l'article 231-11 du règlement général de l'AMF aux procédures de contrôle des concentrations autres qu'euro-péenne ou américaine si ces procédures concernent des actifs « essentiels » de la cible. Cette mesure vise à faciliter les opérations de rapprochements transfrontalières. Le fait de soumettre cette condition à un test de matérialité pourrait générer de nouvelles problématiques tenant à l'appréciation du caractère essentiel des actifs.

Une autre proposition concernait le droit pour l'initiateur d'une offre publique libellée en titres de poursuivre un programme de rachat d'actions sur ses propres titres, sous réserve, de ne pas avoir d'incidence sur le cours de bourse et, cela va sans dire, de ne pas porter atteinte à l'intégrité du marché.

Plusieurs autres modifications techniques étaient proposées. Il s'agissait, outre certains amendements rédactionnels :

- d'un nouveau mode de calcul des seuils déclenchant l'obligation de déclarer les transactions quotidiennes en cours d'offre, aligné avec les règles d'assimilation, prévues pour les déclarations de franchissements de seuils de participation¹⁰ ;
- de la faculté pour l'AMF de rendre partiellement confidentielles, à titre exceptionnel et si un intérêt légitime le justifie, les déclarations d'intentions effectuées en cas de franchissement des seuils de 10 %, 15 %, 20 % et 25 % du capital ou des droits de vote. Ce dispositif, inspiré de l'article 223-2 II, du règlement général de l'AMF¹¹, serait un recul en termes de transparence. Il mériterait d'être mieux encadré en prévoyant, comme l'article 223-2, II, une mise temporaire sous « embargo » de l'information plutôt qu'une dispense définitive de publication.

Jérôme Brosset
Associé

Nicolas Cuntz

Brandford-Griffith & Associés

À SIGNALER ÉGALEMENT

Trading automatisé : l'AMF applique les *guidelines* de l'Esma et publie une position

103

Position AMF n° 2012-03, 5 avr. 2012

L'AMF a intégré les *guidelines* de l'Esma relatives au *trading* automatisé dans sa position n° 2012-03 publiée le 5 avril 2012 et dont les dispositions seront applicables à compter du 7 mai 2012.

Les *guidelines* de l'Esma relatives aux « Systèmes et contrôles dans un environnement de négociation automatisé pour les plateformes de négociation, les entreprises d'investissement et les autorités compétentes », édictées sur le fondement des directives n° 2004/39/CE dite Marchés d'instruments financiers (MIF) et n° 2003/6/CE, dite Abus de marché, exposent la façon dont il convient d'appliquer certaines des dispositions de ces directives et de leur directive portant mesures d'exécution dans le domaine particulier des systèmes de négociation automatisé, notamment du *trading* haute fréquence.

Elles concernent principalement les activités suivantes :

- l'exploitation d'un système de négociation électronique par un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation (SMN) ;
- l'utilisation d'un système de négociation électronique, y compris un algorithme de négociation, par une entreprise d'investissement afin de négocier pour son compte ou pour l'exécution d'ordres pour le compte de clients ;
- la fourniture d'un accès direct au marché ou d'un accès sponsorisé par une entreprise d'investissement au titre du service de l'exécution d'ordres pour le compte de clients.

10 C. com., art. L. 233-9.

11 Cet article reconnaît notamment le droit pour tout émetteur de différer la publication d'une information privilégiée s'il justifie d'un intérêt légitime.