

De l'intervention sur les titres en période d'offre

À la suite d'une consultation publique lancée en avril 2008, l'Autorité des marchés financiers vient de modifier les dispositions de son règlement général relatives aux interventions sur les titres en période d'offre publique.

Applicables à compter du 1^{er} octobre 2009, ces modifications sont notamment la conséquence de l'entrée en vigueur des textes transposant en droit interne les dispositions de la directive marchés d'instruments financiers (dite Directive MIF). Des clarifications sont également apportées à certaines règles qui, en raison notamment des renvois entre articles, suscitaient des interrogations de la part des acteurs du marché.

Période sensible de la vie d'une société cotée dont il est envisagé d'acquérir le contrôle, la période d'offre est régie par un ensemble de grands principes du respect desquels l'AMF est le garant : le libre jeu des offres et des surenchères, l'égalité de traitement et d'information des détenteurs et des personnes concernées par l'offre, la transparence et l'intégrité du marché et enfin la loyauté dans les transactions et la compétition. On comprend, au regard de ces principes, que les règles applicables aux interventions sur les titres de la société visée par une offre (et sur ceux de la société initiatrice dans le cas d'une offre publique d'échange) revêtent un caractère primordial pour l'AMF.

Le régulateur a souhaité, au travers de cette réforme, réaffirmer que les acquisitions de titres liés à un projet d'offre publique déclaré doivent, en vertu des principes rappelés ci-dessus, se dérouler pendant la durée comprise entre son ouverture et sa clôture.

Officialisation de la phase de pré-offre et interdiction d'acquérir

La notion de période de pré-offre, qui vient compléter les deux autres notions clés du calendrier d'une offre publique que sont la période d'offre et la durée d'offre, est introduite dans le règlement général. Définie comme la période de temps s'écoulant entre la publication faite par l'AMF des caractéristiques du projet d'offre (nature de l'offre, prix ou parité) et le début de la période d'offre ou, à défaut, la renonciation par l'initiateur à son projet d'offre, la phase de pré-offre devient désormais le point de départ de nombreux textes relatifs aux offres publiques, et notamment ceux concernant les interventions et le contrôle des opérations sur les titres visés.

Ainsi, les nouvelles dispositions du règlement général précisent que l'initiateur d'une offre ne peut, pendant la phase de pré-offre, acquérir de titres de la cible sauf en vertu d'accords qui auraient été conclus antérieurement, et ce quelle que soit la forme de l'offre (échange, numéraire, mixte). Le texte ne fait plus référence aux interventions sur le marché mais à l'acquisition de titres. Conséquence directe de la directive MIF, cette modification fait entrer les achats de blocs hors marché dans le champ d'application de cette interdiction, ce qui n'allait pas de soi sous l'empire de la rédaction antérieure. L'AMF justifie ce texte strict et sans exception par le fait qu'à ce stade, l'offre n'est pas encore irrévocable et que l'initiateur peut disposer d'informations non encore communiquées au marché. On peut cependant s'interroger sur l'équilibre entre l'initiateur et la cible ou encore sur la distorsion créée entre l'initiateur potentiel et les autres investisseurs. Car si la cible est également soumise à l'interdiction d'intervenir sur les titres à compter de la phase de pré-offre, rien ne lui interdit de recourir à un chevalier blanc non soumis aux restrictions d'acquisition. Quant aux investisseurs, ils auront toute liberté pour prendre position dans le capital social de la cible.

Cette apparente extension des restrictions de la période d'offre à la phase préalable à l'offre n'est cependant qu'une clarification d'un régime que l'AMF appliquait déjà auparavant. Une disposition insérée dans le dispositif de *put up or shut up* permettait déjà en effet au régulateur d'étendre les restrictions en période d'offre à compter de la date de publication de la déclaration d'intention ou du projet d'offre. Les textes sont désormais sans ambiguïté et regroupés au sein d'une même section. Cette clarification amène cependant à s'interroger sur la combinaison de ces nouvelles dispositions relatives à la phase de pré-offre avec celles introduites par l'amendement Danone. L'AMF ou les sociétés visées ou susceptibles d'être visées par une offre pourront ainsi, afin de limiter les activités de ramassage de titres, obliger tout initiateur potentiel à clarifier ses intentions et, en fonction de sa réponse, à se placer automatiquement en phase de pré-offre et être alors soumis à l'interdiction d'acquisition de titres. Une liste recensant les sociétés cotées pour lesquelles un projet

d'offre publique a été annoncé mais pas encore déposé (sociétés en période de pré-offre) et celles pour lesquelles un projet a été déposé (sociétés en période d'offre) sera d'ailleurs dorénavant publiée sur le site internet de l'AMF.

Restrictions en période d'offre

Les règles applicables à compter du dépôt du projet d'offre ont été modifiées afin de tenir compte de la fin du principe de concentration des ordres sur le marché réglementé en période d'offre résultant de la transposition de la directive MIF. Jusqu'à présent, la suspension de la cotation du titre visé à compter du dépôt du projet d'offre (quasi systématiquement appliquée par l'AMF), permettait de s'assurer qu'aucune opération n'était effectuée sur ledit titre. Ceci n'est désormais plus le cas puisque la négociation demeure possible, même en cas de suspension, sur d'autres plates-formes de négociation. Face à cette évolution, l'AMF a décidé d'insérer dans son règlement général une nouvelle restriction applicable pendant la période d'offre (c'est-à-dire entre le dépôt du projet d'offre et l'ouverture de l'offre). Ainsi, l'initiateur d'une offre non soumise à un seuil d'acceptation ou au contrôle des concentrations ne pourra acquérir plus d'un tiers des titres visés



Christophe Perchet, Avocat Associé



Jérôme Sibille, Avocat

par l'offre (sans que cela ne place l'initiateur en situation de dépôt obligatoire d'un projet d'offre) au cours de cette période. En cas d'offre publique d'échange, d'offre mixte ou d'offre publique d'acquisition soumise à un seuil d'acceptation ou une autorisation au titre du contrôle des concentrations, toute intervention sur les titres de la société visée sera interdite même pendant la période d'offre. Selon l'AMF ce nouveau système est plus souple et plus favorable aux initiateurs en ce sens que les acquisitions de titres sont certes limitées, mais désormais possibles dans le cas susvisé ce qui n'était, bien entendu, pas le cas en cas de suspension de la cotation. On peut toutefois s'interroger sur le véritable abandon de la pratique de la suspension au regard de l'ajout, au sein du règlement général, de la possibilité pour l'AMF de demander à la personne gérant un système multilatéral de négociation ou à un internalisateur systématique de stopper leurs activités sur le titre concerné, ceci d'autant plus que des accords de coopération ont été conclus entre l'AMF, ses homologues européens et les personnes gérants des systèmes multilatéraux de négociation.

Des prestataires concernés responsabilisés

Les établissements prestataires et conseils sont également concernés par

la réforme. La notion de prestataire concerné fait ainsi son apparition dans le règlement général et regroupe les prestataires de services d'investissement ou les établissements, français ou étrangers, présentateurs de l'offre ou conseillant les personnes concernées par l'offre.

Le principe qui sous-tend la réforme est celui d'une responsabilisation des établissements concernés dans le contrôle des opérations réalisées dans le cadre de leur activité habituelle. Ainsi, par principe, les restrictions applicables à l'initiateur et à la société visée s'appliquent aux prestataires concernés mais ces derniers peuvent, sous réserve du respect de principes tels que l'instauration d'un chinese wall, intervenir pour leur compte propre sur les titres de la société visée.

Des obligations déclaratives assouplies

Le dernier aspect de la réforme concerne les obligations déclaratives. L'obligation de déclarer chaque jour les opérations d'achat de vente sur les titres visés en période d'offre est étendu à la phase de pré-offre alors que le seuil de 0,5 % qui permettait de définir l'une des catégories de personnes concernées par cette obligation (les personnes ayant acquis depuis le dépôt du projet de note d'information au moins 0,5 % de la société) a été relevé à 1 %.

Enfin, les prestataires concernés ainsi que l'ensemble des prestataires de services d'investissements bénéficieront désormais d'un régime de déclarations allégé (déclaration simplifiée, obligation déclarative qu'en cas d'acquisition d'au moins 1 % des titres depuis le début de la période d'offre ou de pré-offre).

LES POINTS CLÉS

- Les règles concernant les interventions et le contrôle des opérations sur les titres visés par une offre sont clarifiées et précisées
- Des PSI et établissements prestataires responsabilisés mais soumis à des obligations déclaratives assouplies

SUR LES AUTEURS

Christophe Perchet et Jérôme Sibille sont respectivement avocat associé et avocat au sein du cabinet Davis Polk & Wardwell LLP. Spécialisés en droit boursier et fusion acquisition, ils interviennent en tant que conseil de grands groupes internationaux, français ou étrangers.