

DIVERSES DISPOSITIONS RELATIVES AUX OFFRES PUBLIQUES

Consultation de la DGTPE

- Réponse de l'AMAFI -

1. La DGTPE a mis, le 7 mai 2009, en consultation publique, des modifications qu'elle propose d'apporter aux dispositions législatives en vigueur relatives au régime des offres publiques. Cette consultation prévue dans un premier temps, jusqu'au 10 juin 2009, a ensuite été prorogée jusqu'au 30 juin 2009 pour l'aligner sur la date d'expiration de la consultation publique lancée le 19 mai 2009 par l'AMF, sur les modifications qu'elle propose d'apporter à son règlement général sur les mêmes sujets.

2. L'AMAFI souhaite dans un premier temps remercier la DGTPE d'avoir accepté de repousser au 30 juin la date d'expiration de sa consultation pour l'aligner sur celle de l'AMF. Une telle décision s'imposait en raison du caractère intrinsèquement lié des sujets traités dans l'un et l'autre cas.

L'Association observe toutefois que, même ainsi prorogé, ce délai de consultation reste très court par rapport au travail que nécessite le souci d'apporter une contribution constructive et argumentée, de nature à éclairer la DGTPE dans les choix qu'elle pourra proposer au Gouvernement et ultérieurement au Parlement. Cela lui semble d'autant plus inopportun que :

- 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.
- Aucune urgence juridique ou politique n'existe, surtout en l'absence de véhicule législatif identifié permettant d'opérer à brève échéance les modifications décidées.
- 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 représentatives¹.
- 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.
- 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.

¹A 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.

REPONSES AUX QUESTIONS POSEES

➤ A. Modification du périmètre du seuil des offres publiques obligatoires

✓ *A.1 - Quelle option préférez vous et pour quelles raisons ?*

3. La DGTPE propose deux options alternatives : la première consistant à aligner le calcul du périmètre du seuil de l'offre publique obligatoire sur le nouveau périmètre du seuil de déclaration d'un franchissement de seuils, issu de l'ordonnance du 30 janvier 2009 ; la seconde consistant à déconnecter le calcul du seuil de l'offre obligatoire par rapport au calcul du seuil de déclaration d'un franchissement de seuils et à en rester ainsi au mode de calcul actuel du seuil de déclenchement d'une offre obligatoire.

4. L'AMAFI se prononce avec force en faveur de l'option 2, c'est-à-dire en faveur de l'option de non alignement. Comme elle a déjà eu l'occasion de l'exprimer², les objectifs poursuivis par chacun des dispositifs sont notablement différents, ce qui explique d'ailleurs que ces dispositifs soient à l'heure actuelle juridiquement autonomes :

- l'offre obligatoire, dont il faut rappeler qu'il s'agit d'un mécanisme lourd, est fondée sur le principe d'égalité des actionnaires puisqu'elle est destinée à permettre à chacun d'eux de pouvoir sortir du capital d'une société, aux mêmes conditions financières, en cas de prise de contrôle « effective » de celle-ci matérialisée par la détention directe ou indirecte d'une fraction de son capital ou de ses droits de vote ;
- les déclarations de franchissement de seuils permettent, quant à elles, d'informer le marché sur les évolutions, et notamment les évolutions prévisibles du fait de la détention de certains instruments, qui affectent ou sont susceptibles d'affecter la répartition des pouvoirs au sein d'une société.

5. A partir du moment où il existe un dispositif adéquat pour assurer un niveau suffisant de transparence et d'information du marché, ce qui sera le cas à partir 1^{er} août prochain, l'Association considère que l'option 2 est la plus adaptée : il n'y a en effet pas de raison légitime d'astreindre le détenteur de simples instruments dérivés à déposer une offre publique au motif qu'il en détiendrait plus d'un certain nombre : ces instruments lui donnent la simple possibilité - mais non l'obligation - d'acquérir les actions sous-jacentes qu'il n'a d'ailleurs, bien souvent, en aucune façon, l'intention d'acquérir. En tout état de cause, il faut rappeler que ces actions sous-jacentes sont désormais prises en compte pour le calcul du franchissement de seuil et que dès lors qu'elles seraient effectivement acquises par le détenteur de l'instrument dérivé, elles seraient immédiatement prises en compte dans le seuil de déclenchement d'une offre obligatoire.

6. Aligner le mécanisme de l'offre obligatoire - dont il n'a pas été rapporté qu'il avait soulevé des difficultés particulières ou été mis en cause dans son fonctionnement actuel - sur celui des franchissements de seuils aboutirait en conséquence à une situation assez absurde dans laquelle un investisseur qui ne détiendrait aucune action pourrait, par la simple détention d'instruments dérivés, être astreint au dépôt d'une offre obligatoire !

² Cf. Réponse AMAFI (AMAFI / 08-48) à la consultation de la DGTPE sur le projet d'ordonnance Transparence – 14 novembre 2008

Pour l'AMAFI, le mécanisme de l'offre obligatoire doit ainsi viser la détention effective d'une fraction du capital ou des droits de vote qui donne la certitude de pouvoir exercer le contrôle par le biais de l'exercice des droits de vote.

Il est donc parfaitement logique de ne pas prendre en compte des instruments, tels que ceux décrits aux 4^{ème} et 5^{ème} alinéas de l'article L. 233-9 du Code de commerce qui ne donnent pas, à l'instant T du « franchissement de seuil » la possibilité d'exercer les droits de vote ni même la certitude de pouvoir jamais les exercer en relation avec les instruments en question.

7. Ce critère de certitude amène toutefois l'Association, tout en défendant avec force l'option 2 de non alignement, à proposer de ne pas exclure de cette option les instruments visés au 6^{ème} alinéa du même article, c'est-à-dire « *les actions ou droits de vote possédés par un tiers avec lequel cette personne a conclu un accord de cession temporaire portant sur ces actions ou droits de vote* ». Dans la mesure en effet où les actions ainsi prêtées dans le cadre d'une opération de prêt-emprunt de titres vont nécessairement et obligatoirement revenir au prêteur - il ne s'agit pas là d'une simple option qu'il pourrait ou non exercer - on peut considérer qu'il est justifié de prendre en compte les actions ainsi prêtées dans le calcul du seuil de déclenchement d'une offre obligatoire.

Ainsi dans cette option 2 modifiée, l'article L. 433-3 I du Code monétaire et financier serait rédigé ainsi :

*« 1. Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe les conditions dans lesquelles toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert au sens des dispositions de l'article L. 233-10 du code de commerce et venant à détenir, directement ou indirectement, une fraction du capital ou des droits de vote au sens des articles L. 233-7 et L. 233-9 du code de commerce **sauf les 4° et 5°** du L. 233-9 dudit code d'une société dont le siège social est établi et dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé... »*

Au soutien de l'option 2 ainsi légèrement modifiée, il est utile de rappeler que, de façon logique eu égard à l'objectif poursuivi, cette option procède déjà en réalité à un alignement partiel avec le périmètre des titres pris en compte pour les franchissements de seuils en intégrant dans le calcul du seuil de déclenchement de l'offre obligatoire un certain nombre d'actions ou de droits de vote – définis aux 1^{er}, 2^{ème}, 3^{ème}, 7^{ème} et 8^{ème} alinéas de l'article L. 233-9 du Code de commerce qui, bien que n'étant pas détenus directement par la personne concernée lui donne en réalité un pouvoir effectif et immédiat au sein de la société. Prendre en compte les actions prêtées dans le cadre d'un prêt-emprunt de titres s'inscrit également dans cette logique. Rappelons par ailleurs, à toutes fins utiles, que parmi ces actions ou droits de vote définis aux alinéas précités figurent ceux « *possédés par un tiers avec qui cette personne agit de concert* », ce qui doit permettre de « capter » les accords conclus dans le but d'exercer une influence au sein de la société.

8. A toutes fins utiles, l'AMAFI souhaiterait indiquer qu'une troisième option, évoquée par certains sur la Place et qui consisterait à prévoir un alignement total (Option 1) avec néanmoins des cas de dérogations éventuellement plus larges mais laissés à la décision de l'AMF ne lui paraît pas satisfaisante : en effet une telle solution, de par son inévitable imprévisibilité et son aspect nécessairement quelque peu discrétionnaire, serait génératrice d'une grande insécurité juridique et ne pourrait de ce fait satisfaire ni les besoins du marché en général, ni ceux des investisseurs et/ou émetteurs concernés.

✓ **A.2 - Si le niveau du seuil était diminué (à 30%) auriez vous le même avis ?**

9. L'AMF – dans sa consultation visée au paragraphe 1 ci-dessus – propose un abaissement du seuil de déclenchement d'une offre publique à 30%. L'AMAFI n'est pas favorable à cet abaissement pour diverses raisons qu'elle explicite dans le cadre de sa réponse à l'AMF qui est jointe à la présente réponse à titre d'information.

10. Cela étant dit, cet abaissement ou le maintien du seuil actuel est sans influence sur l'analyse que l'Association fait de ce que doit être le périmètre pour le calcul du seuil de déclenchement d'une offre obligatoire. Certes, plus le seuil est bas, et plus il est choquant d'imposer à un investisseur le dépôt d'une offre obligatoire en prenant en compte des actions ou droits de vote qu'il ne détient pas mais qu'il a simplement la possibilité d'acquérir. Ce n'est pas pour autant que le maintien éventuel du seuil actuel de 33,33% justifierait pour l'AMAFI un périmètre élargi et aligné sur celui pris en compte pour les franchissements de seuils. Comme expliqué ci-dessus (cf. *supra* § 4 à 6), c'est la raison d'être et l'objectif poursuivi par chacun de ces dispositifs - et non le niveau du seuil - qui justifient que le mode de calcul soit différent dans l'un et l'autre cas.

11. Au-delà de ce raisonnement, il faut s'interroger sur l'effet pernicieux que pourrait avoir l'abaissement du seuil de déclenchement d'une offre publique conjugué à un périmètre très large pour le calcul dudit seuil. Au nom de la lutte contre les prises de contrôle rampantes, ne risque-t-on pas, en définitive, de limiter sensiblement le niveau de participation auquel un actionnaire peut prétendre se situer, sans être contraint de déposer une offre obligatoire et par voie de conséquence, d'aboutir à mettre le « management » en place à l'abri de toute contestation possible dans le cours de la vie sociale ... ?

Il semble qu'il y ait là matière, notamment pour le législateur, à s'interroger sur l'impact d'une telle situation sur la gouvernance des sociétés cotées...

✓ **A.3 – Quelles dispositions transitoires pourraient être adoptées ?**

12. Il paraît utile de clarifier ce qui fait l'objet de la question de la DGTPE. L'AMF a proposé des mesures transitoires, en cas d'abaissement du seuil de déclenchement d'une offre obligatoire, pour traiter la situation des actionnaires dont la participation se situerait entre 30% et 33,33% du capital. L'AMAFI se prononce sur ces mesures dans sa réponse à l'AMF.

13. On doit donc comprendre que la question de la DGTPE relative aux mesures transitoires vise donc uniquement l'élargissement éventuel du périmètre - et non l'abaissement du seuil - à prendre en compte pour le calcul du seuil de déclenchement d'une offre obligatoire, en particulier si l'option 1 venait à être retenue.

14. Dans ce cas, il est clair qu'il faudrait impérativement prévoir un délai suffisamment important, probablement de six mois au minimum, pour permettre aux acteurs de marché de s'adapter aux nouvelles dispositions et notamment de mettre en place les systèmes informatiques leur permettant de respecter les nouvelles obligations qui s'appliqueraient à eux.

Au-delà, on doit quand même s'interroger sur la nécessité de véritables mesures transitoires dans l'hypothèse où l'option 1 serait retenue puisqu'un détenteur d'options donnant la simple possibilité d'acquérir des actions sous-jacentes pourrait alors se retrouver dans l'obligation de déposer une offre obligatoire, ce qui n'était pas le cas précédemment. Dans ce cas, une clause de grand-père paraîtrait justifiée pour les instruments visés au 4^{ème} alinéa de l'article L. 233-9 du Code de commerce. Cette clause pourrait prendre la forme d'une exclusion, pour le calcul du seuil de l'offre obligatoire, des

instruments en question (ceux visés au 4^{ème} alinéa) qui seraient détenus par un investisseur au jour de l'entrée en vigueur des nouvelles dispositions. Certes une telle proposition pourrait générer des problèmes de contrôle qui peuvent nécessiter un approfondissement de la réflexion.

En tout état de cause, si l'option 1 devait être retenue, ce que l'AMAFI ne souhaite pas comme indiqué précédemment, il serait souhaitable que le Trésor puisse faire des propositions précises à cet égard.

➤ **B. Suppression de la garantie de cours sur le marché réglementé**

- ✓ *Soutenez vous cette suppression ou considérez vous que la garantie de cours devrait être conservée sur le marché réglementé*

15. L'AMAFI n'est pas opposée à la suppression de la garantie de cours sur le marché réglementé dans la mesure où cette procédure, de moins en moins utilisée, ne paraît plus présenter d'intérêt majeur depuis l'introduction des procédures d'offres publiques obligatoires et dans la mesure où l'articulation entre ces deux procédures semble être source d'incohérences ou de difficultés.

➤ **C. Suppression de la garantie de cours sur Alternext et remplacement par un régime d'offre publique obligatoire**

- ✓ *C.1 – Soutenez vous ce remplacement ?*

16. Dans le cadre des travaux menés à l'automne 2008 par le groupe de travail présidé par M. Jean-Pierre Pinatton, la question d'une part, du maintien sur Alternext de la procédure de garantie de cours et de son remplacement éventuel par une procédure d'offre obligatoire et d'autre part, de la mise en place éventuelle sur ce marché d'une procédure de retrait obligatoire, ont certes été abordées, mais sans toutefois que ces mesures ne fassent l'objet d'un examen approfondi. La mission *ad hoc* constituée dans la foulée a eu quant à elle pour objectif précis, dans le cadre plus général du développement de la visibilité internationale d'Alternext, de délimiter les conditions et procédures suivant lesquelles un transfert d'une société d'Euronext vers Alternext pourrait être réalisé, conditions qui font actuellement l'objet d'une proposition de loi, en cours d'adoption devant le Parlement.

17. Force est donc de constater que ni la question de la suppression de la garantie de cours sur Alternext et de son remplacement par une procédure d'offre obligatoire ni celle de la mise en place d'une procédure de retrait obligatoire n'ont fait l'objet d'un examen détaillé, en particulier en ce qui concerne leurs modalités particulières, ce que l'on peut regretter. Et c'est ce qui explique sans doute que les propositions conjuguées de la DGTPE et de l'AMF, faute de reposer sur des travaux de Place ayant approfondi le sujet, aboutissent à proposer l'introduction sur Alternext d'un régime très largement calqué sur celui en vigueur sur le marché réglementé.

18. Certes le seuil de déclenchement ne serait pas le même puisqu'il serait fixé à 50% du capital ou des droits de vote à l'instar du seuil aujourd'hui applicable à la garantie de cours. Mais comme sur le marché réglementé, le régime d'offre publique obligatoire :

- s'appliquerait tant en cas de franchissement « direct » qu'en cas de franchissement « indirect » ;
- permettrait que soit autorisé la possibilité d'un franchissement temporaire ;
- prévoirait un alignement presque à l'identique des cas de dérogations à l'obligation de déposer une offre obligatoire ;

- prévoirait un alignement des modalités de détermination du prix de l'offre.

19. Dans ce contexte général, l'AMAFI n'est pas opposée par principe à la suppression sur Alternext de la garantie de cours et à son remplacement par un régime d'offre obligatoire dans la mesure où cela semble correspondre à un besoin ressenti par les émetteurs cotés sur Alternext et par les investisseurs intéressés par ce marché, sous les réserves indiquées ci-après.

✓ **C.2 – Quelles sont les spécificités que devrait avoir ce régime par rapport au dispositif existant sur le marché réglementé ?**

20. L'Association observe tout d'abord 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*³ ». 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.

21. 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.

➤ **D. Mise en place d'une procédure d'offre publique de retrait et d'une procédure d'offre publique de retrait obligatoire sur Alternext**

✓ **Soutenez vous cette mise en place ?**

22. De la même façon, l'AMAFI n'est pas opposée à la mise en place de telles procédures mais s'interroge sur leurs modalités et la possibilité d'adapter certaines d'entre elles pour prendre en compte les spécificités d'un marché comme Alternext.

➤ **E. Lien entre action de concert et offre publique obligatoire**

✓ **E.1 - Les rédactions proposées vous semblent-elles utiles ?**

23. L'AMAFI regrette tout d'abord le manque total d'explications qui entoure les propositions faites en relation avec l'action de concert dont on peine à comprendre l'objectif précis, d'autant qu'il n'est pas non plus possible de s'appuyer sur des travaux préparatoires, ces propositions n'ayant pas été envisagées, au moins à notre connaissance, dans un groupe de travail et notamment pas dans le groupe de travail dirigé par M. Bernard Field. De ce fait, la présente consultation se trouve, sur ce

³ Rapport du Sénateur Marini, 27 mai 2009

point, quelque peu vidée de son sens dans la mesure où l'on est contraint de spéculer sur les objectifs poursuivis et la signification réelle de chaque proposition.

24. La première proposition de modification rédactionnelle concerne la définition de l'action de concert figurant au I de l'article L. 233-10 du Code de commerce et vise à ajouter à la définition classique une seconde définition au III se référant à « *un accord en vue d'obtenir le contrôle d'une société* » (on s'interroge à ce propos sur le devenir du paragraphe III actuel qui dispose que « *Les personnes agissant de concert sont tenues solidairement aux obligations qui leur sont faites par les lois et règlements* »).

25. Il est difficile de se prononcer sur cette proposition sans en comprendre la motivation. Ce paragraphe aurait-il comme objectif de compléter le 1^{er} alinéa de l'article L. 233-10-1 pour viser tous les accords conclus en vue d'obtenir le contrôle d'une société qu'ils soient antérieurs au lancement d'une offre ou conclus dans le cadre qui d'une telle offre ?

On s'interroge également sur l'articulation existant entre la définition classique du I et la nouvelle définition du III. La notion d' « *accord en vue d'acquérir ou de céder des droits de vote ou en vue d'exercer des droits de vote* » se recoupant assez largement avec celle d' « *accord en vue d'obtenir le contrôle d'une société* », on peut se demander si la nouvelle définition du III, qui, en revanche, n'inclut pas le second critère jusque là considéré comme essentiel, à savoir l'objectif de « *mise en œuvre d'une politique vis-à-vis de la société* », ne vide pas en réalité de sens la définition classique, l'action de concert pouvant désormais exister sans que la volonté de mettre en œuvre une politique commune ne soit désormais plus exigée.

On s'interroge enfin sur cette notion très floue d' « *accord en vue d'obtenir le contrôle d'une société* ». Quel accord ? Et surtout quel contrôle ?

Face à ces interrogations et à l'incertitude juridique qu'elles ne peuvent pas manquer d'engendrer, il serait vraiment souhaitable que le Trésor puisse préciser, au regard de l'objectif poursuivi, les situations que ce paragraphe III vise à couvrir, mais aussi dans la rédaction qu'il propose, ce qui doit être entendu par la notion de contrôle à laquelle il est fait référence.

26. La deuxième proposition vise à compléter l'article L. 433-3, I du Code monétaire et financier qui établit le principe de l'offre publique obligatoire en ajoutant une référence, pour la définition de l'action de concert, soit à la fois au concert offensif et défensif (c'est l'option 1), soit au seul concert offensif (c'est l'option 2). En l'espèce, sur le simple plan de la forme, la rédaction proposée dans l'un et l'autre cas ne pose pas de difficulté. En revanche, sur le fond, les propositions qui sont faites appellent les commentaires mentionnés ci-dessous.

✓ **E.2 – Préférez vous l'option 1 ou l'option 2 pour l'article L. 433-3 I du code monétaire et financier ?**

27. L'article L. 233-10-1 présuppose, dans l'un et l'autre cas qui sont y visés, qu'une offre publique d'acquisition a déjà été initiée. Dès lors, exiger (comme le fait l'option 2) que la personne qui conclut un accord avec l'auteur de l'offre dans le but d'obtenir le contrôle de la société dépose à son tour une offre obligatoire n'a pas vraiment de sens ... En réalité cet accord visant la prise de contrôle est déjà inclus dans la notion d'action de concert de l'article L. 233-10 – le nouveau paragraphe III ne peut laisser de doute à cet égard –, notion déjà déterminante de l'obligation de déposer une offre obligatoire. La référence au premier alinéa de l'article L. 233-10-1 est donc en fait tout à fait redondante.

28. Beaucoup plus problématique en revanche se trouve être l'obligation de déposer une offre (aux termes de l'option 1) qui est faite à la personne qui, toujours dans le cas d'une offre publique déjà lancée, conclut un accord, cette fois avec la société cible, dans le but de faire échouer l'offre. D'abord, sur le plan juridique, on doit observer que si un concert défensif pouvait emporter l'obligation de déposer une offre publique d'acquisition, cela signifie que tous les concertistes, ce qui inclut la société cible, seraient tenus solidairement par cette obligation et devraient donc se porter acquéreur des titres de ladite société. on pourrait alors arriver au résultat paradoxal, et contraire à la réglementation de l'autocontrôle, que la société cible pourrait être tenue d'acquérir une partie de ses propres titres. Ensuite, on peut s'interroger sur l'opportunité d'introduire une telle mesure qui risque de réduire à néant la possibilité concrète de se défendre face à une offre publique d'acquisition, possibilité pourtant souvent utilisée par les sociétés françaises ...

➤ **F. Limitation du champ de l'offre publique de retrait sur demande de l'AMF**

✓ ***Etes vous d'accord sur cette limitation ?***

29. L'AMAFI n'a pas d'objection à la proposition qui consiste à limiter la possibilité qu'a l'AMF de demander à une société de mettre en œuvre une offre publique de retrait au cas de fusion absorption de la société par la société qui en détient le contrôle.

➤ **G. Modification des modalités de calcul du prix équitable pour une offre publique obligatoire**

✓ ***Etes vous d'accord avec cette modification ?***

30. L'AMAFI n'a pas d'objection à ce que le prix proposé par l'initiateur soit au moins équivalent au prix le plus élevé qu'il a payé au cours de la période de douze mois précédant non plus le dépôt du projet d'offre mais l'élément générateur de l'obligation de déposer une offre. Cette solution lui paraît en effet préférable.

En revanche la rédaction proposée ne lui semble pas suffisamment claire, le point de départ d'un délai ne pouvant être une « obligation » mais plutôt « le fait générateur d'une obligation ».

Aussi, elle propose de modifier le 2^{ème} alinéa du I de l'article L. 433-3-1 du Code monétaire et financier comme suit :

« Le prix proposé doit être au moins équivalent au prix le plus élevé payé par l'auteur de l'offre, agissant seul ou de concert au sens des dispositions de l'article L. 233-10 du code de commerce, sur une période de douze mois précédant **le fait générateur de l'obligation visée au premier alinéa de déposer un projet d'offre** ~~le dépôt de l'offre~~. L'Autorité des marchés financiers peut demander ou autoriser la modification du prix proposé dans les circonstances et selon les critères fixés dans son règlement général. »