

Grosses délivrées
aux parties le :

**RÉPUBLIQUE FRANÇAISE
AU NOM DU PEUPLE FRANÇAIS**

COUR D'APPEL DE PARIS

Pôle 5 - Chambre 5-7

ARRÊT DU 14 MARS 2017

(n° **23**, 13 pages)

Numéro d'inscription au répertoire général : **2016/20478**

Décision déferée à la Cour : n° **216C2262** rendue le **5 octobre 2016**
par **L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS**

DEMANDERESSE AU RECOURS :

- **La société ALTICE N.V., S.A. de droit néerlandais**
Prise en la personne de son représentant légal
Dont le siège social est : Prins Bernhardplein 200, 1097 JB Amsterdam (PAYS BAS)
Elisant domicile à la SCP REGNIER BÉQUET MOISAN
7 villa des Entrepreneurs 75015 PARIS

Représentée par :

- La SCP REGNIER - BEQUET - MOISAN,
avocats associés au barreau de PARIS,
toque : L0050
7 villa des Entrepreneurs 75015 PARIS
- Maître Eric LAUT et Maître Dominique BOMPOINT
avocats au barreau de PARIS,
toque : C2570
Cabinet Bompoint AARPI
8 avenue Kléber 75116 PARIS

INTERVENANTE VOLONTAIRE :

- **La société SFR Group, S.A.**
Prise en la personne de son représentant légal
Dont le siège social est : 1 square Bela Bartok 75015 PARIS
Elisant domicile au Cabinet de Maître TEYTAUD
10 rue de Rome 75008 PARIS

Représentée par :

- Maître François TEYTAUD,
avocat au barreau de PARIS,
toque : J125
10 rue de Rome 75008 PARIS
- Maître Thierry COTTY et Maître Nicolas RONTCHEVSKY
avocat au barreau de PARIS,
toque : R059
SELAS CVML,
91 rue du Faubourg Saint Honoré 75008 PARIS

EN PRÉSENCE DE :

- L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS

représentée par son Président,

Ayant ses bureaux : 17 place de la Bourse 75082 PARIS CEDEX 02

représentée à l'audience par Mme Patricia CHOQUET, munie d'un pouvoir

COMPOSITION DE LA COUR :

L'affaire a été débattue le 02 février 2017, en audience publique, devant la Cour composée de :

- M. Olivier DOUVRELEUR, président de chambre, président
 - M. Philippe MOLLARD, président de chambre
 - Mme Laurence FAIVRE, conseillère
- qui en ont délibéré

GREFFIER, lors des débats : M. Benoît TRUET-CALLU

MINISTERE PUBLIC :

L'affaire a été communiquée au ministère public, représenté lors des débats par Mme Madeleine GUIDONI, Avocate Générale, qui a fait connaître son avis.

ARRÊT :

- contradictoire

- prononcé publiquement par mise à disposition de l'arrêt au greffe de la Cour, les parties en ayant été préalablement avisées dans les conditions prévues au deuxième alinéa de l'article 450 du code de procédure civile.

- signé par M. Olivier DOUVRELEUR, président et par M. Benoît TRUET-CALLU, greffier.

* * * * *

Faits et procédure

Cotée sur le marché Euronext d'Amsterdam, la société de droit néerlandais Altice N. V. (ci-après la société Altice) est la société factière du groupe Altice, créé en 2002 et spécialisé dans la fourniture de services de télécommunication et de contenus médias, sur réseaux fixes et mobiles. La société SFR Group (ci-après la société SFR), deuxième opérateur de télécommunication en France, est l'une des filiales opérationnelles du groupe Altice, dont elle représente 40 % du chiffre d'affaires consolidé et qui la contrôle à hauteur de 77,75 % du capital et 77,74 % des droits de vote. Elle est cotée sur le marché d'Euronext Paris.

Le 5 septembre 2016, la société Altice a déposé à l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'AMF) un projet d'offre publique d'échange visant la société SFR afin, selon le communiqué de presse commun publié le même jour, « *de simplifier sa structure capitalistique et de renforcer sa flexibilité organisationnelle* ». L'offre portait sur toutes les

actions SFR existantes non détenues par Altice, soit 22,25 % du capital, et sur les actions nouvelles susceptibles d'être émises en cas d'exercice d'options de souscription. La parité d'échange était de huit actions Altice pour 5 actions SFR, soit une parité de 1,60. La société Altice a fait savoir qu'elle se réservait la possibilité de mettre en œuvre, après la clôture de l'offre, un retrait obligatoire sur les actions non apportées, au cas où celles-ci ne représenteraient pas plus de 5 % du capital et des droits de vote de SFR, ou une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire et, dans tous les cas, de demander la radiation des actions SFR de la cote Euronext.

Dans le projet de note d'information qu'elle a déposé en même temps que son projet d'offre, la société Altice a, notamment, présenté les méthodes retenues pour l'appréciation de la parité d'échange, dans le cadre d'une analyse multicritères fondée sur une méthode principale - l'actualisation des flux de trésorerie futurs (méthode dite "DCF") - et sur des méthodes secondaires - comparables boursiers, cours cibles des analystes, cours de bourse historiques. Elle a, par ailleurs, fait état de son intention de mettre en place une "rémunération spécifique", par SFR, du "modèle Altice" ("Altice way"), par lequel "SFR Group bénéficie du savoir-faire, des méthodes, des processus et des services uniques fournis par les équipes dirigeantes d'Altice" et portant, notamment "sur le développement et l'intégration de nouveaux produits et de nouveaux business models, l'amélioration de la qualité des réseaux, l'amélioration de la relation client et de l'expérience client, notamment grâce à des solutions technologiques innovantes, la sélection des fournisseurs stratégiques et l'amélioration des modalités commerciales et techniques de leurs prestations". La rémunération envisagée devait, selon la note d'information, reposer sur "une mesure objective et documentée de la contribution d'Altice à la performance de SFR Group (value-based approach), notamment de l'impact sur l'EBITDA et des principaux indicateurs de performance opérationnelle (KPI's) de SFR Group, permettant d'assurer l'équilibre du modèle pour chacune des parties".

La société SFR a déposé le 5 septembre 2016 sa note en réponse, laquelle reproduisait l'avis motivé de son conseil d'administration qui, "*estim[ant] que le projet d'offre correspond[ait] à l'intérêt de la société, de ses actionnaires et de ses salariés*", avait, à l'unanimité de ses membres, recommandé aux actionnaires d'apporter leurs titres à cette offre. Cet avis a été rendu au vu, notamment, du rapport sur les conditions financières de l'offre établi par le cabinet Accuracy, désigné le 5 août précédent en qualité d'expert indépendant conformément aux dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, et des travaux du cabinet Perella Weinberg Partners, chargé en tant que conseil financier d'analyser la parité d'échange.

L'expert indépendant a, dans son rapport, relevé le projet de mise en place, entre Altice et SFR, d'un contrat de rémunération du "modèle Altice" mais a précisé qu'"en l'absence d'information précise sur les modalités de calcul de la rémunération qui serait due par SFR Group", il n'était pas en mesure de l'intégrer dans ses travaux et que ses conclusions en faisaient donc "*totale abstraction*". S'agissant de l'appréciation du caractère équitable de l'offre, il a indiqué avoir privilégié les références de parité données par les cours de bourse des deux groupes et, sur cette base, a estimé que la parité devait s'inscrire dans la fourchette 1,60 - 1,80 ; il a, en conséquence, conclu au caractère équitable des conditions financières de l'offre pour les actionnaires minoritaires de SFR.

Pour sa part, le cabinet Perella Weinberg Partners a conclu que la parité d'échange était, d'un point de vue financier, équitable pour les actionnaires de SFR autres que l'initiateur.

La société Altice indique que l'instruction de son projet par les services de l'AMF a essentiellement porté sur l'analyse multicritères justifiant la parité qu'elle proposait et sur la description du "modèle Altice" et de la rémunération devant être supportée à ce titre par la société SFR. Par ailleurs, l'AMF a fait état, dans sa décision, de courriers reçus d'actionnaires minoritaires de la société SFR, "*contestant notamment (i) la méthodologie des travaux de valorisation de l'expert indépendant (...), (ii) l'intention de mettre en œuvre*

une convention de rémunération (...) sans une analyse précise des conséquences d'une telle convention pour les actionnaires de SFR Group (...), ce qui pourrait les inciter à y répondre favorablement". L'un de ces courriers a été transmis à la société Altice et à l'expert indépendant, qui ont fait connaître à l'AMF les observations qu'il appelait de leur part.

Le cabinet Accuracy, en sa qualité d'expert indépendant, a déposé le 3 octobre 2016 un addendum à son rapport initial du 4 septembre. Les sociétés Altice et SFR ont apporté des modifications à leur note d'information et en réponse, dont elles ont déposé un nouveau projet le 4 octobre 2016.

Le collège de l'AMF a examiné le projet d'offre de la société Altice dans sa séance du 4 octobre 2016 et l'a déclaré non conforme aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables, au motif, selon les termes de sa décision publiée le 5 octobre, que les éléments du dossier qu'il avait relevés, relatifs à la mise en oeuvre et aux modalités du projet de contrat de rémunération du "*modèle Altice*", ainsi qu'à son impact sur les fourchettes de parité, ne permettaient pas "*de considérer que l'information destinée aux actionnaires minoritaires, notamment sur la justification de la parité d'échange retenue, soit complète, compréhensible et cohérente au sens des dispositions de l'article L. 621-8-1 du code monétaire et financier*".

Le 14 octobre 2016, la société Altice a déposé devant la cour un recours en annulation à l'encontre de cette décision.

Le 17 octobre 2016, la société SFR est intervenue volontairement à l'instance, en demandant également à la cour d'annuler la décision de non-conformité de l'AMF.

Le 28 octobre 2016, la société Altice a déposé au greffe de la cour l'exposé de ses moyens.

LA COUR,

Vu la déclaration de recours de la société Altice ;

Vu l'exposé des moyens et l'exposé récapitulatif des moyens déposé les 28 octobre 2016 et 20 janvier 2017 par la société Altice ;

Vu les conclusions en intervention volontaire et les conclusions récapitulatives déposées les 2 novembre 2016 et 20 janvier 2017 par la société SFR ;

Vu les observations écrites déposées par l'AMF le 15 décembre 2016 ;

Vu l'avis du Ministère public du 1er février 2017 ;

Après avoir entendu à l'audience publique du 2 février 2017 les conseils des sociétés Altice et SFR, qui ont été mis en mesure de répliquer, l'Autorité des marchés financiers et le ministère public ;

Aux termes de ses écritures, la société Altice demande à la cour de :

- annuler la décision de non-conformité de l'Autorité des marchés financiers n° 216C2262 publiée le 5 octobre 2016 ;

- condamner l'Autorité des marchés financiers à lui verser la somme de 100 000 euros au titre de l'article 700 du code de procédure civile ;

- condamner l'Autorité des marchés financiers aux entiers dépens.

Aux termes de ses conclusions, la société SFR demande à la cour de :

- déclarer recevable son intervention volontaire ;
- annuler la décision de l'AMF n° 216C2262 du 4 octobre 2016, publiée le 5 octobre 2016 et portant sur le projet d'offre publique d'échange simplifiée de la société Altice visant les actions de la société SFR Group ;
- condamner l'AMF à lui verser la somme de 100 000 euros au titre de l'article 700 du code de procédure civile ;
- condamner l'AMF aux entiers dépens.

Aux termes de ses observations écrites, l'AMF demande à la cour de rejeter le recours de la société Altice et l'intervention de la société SFR.

Mme l'avocat général conclut au rejet du recours de la société Altice.

SUR CE,

Sur la motivation de la décision attaquée

Les sociétés Altice et SFR rappellent que les décisions prises par le collège de l'AMF en matière d'offres publiques relèvent des dispositions générales du code des relations entre le public et l'administration, dont l'article L. 211-5 prévoit que les décisions administratives défavorables aux administrés doivent « *comporter l'énoncé des considérations de droit et de fait qui [en] constituent le fondement* », et que, selon une jurisprudence constante, leur motivation doit être suffisante pour en « *comprendre la logique, le sens ou la portée* ». Elles soutiennent que tel n'a pas été le cas en l'espèce et que la motivation de la décision attaquée ne répond pas à ces exigences.

C'est ainsi, en premier lieu, que la société SFR prétend que la motivation de la décision attaquée est réduite « *à un seul et unique paragraphe* », qui ne permet pas « *de comprendre pleinement le raisonnement suivi par le régulateur (...)* ».

La cour examinera plus loin la teneur de la motivation en cause, pour en apprécier la conformité aux conditions ci-dessus rappelées, mais elle observe d'ores et déjà que les termes de la décision attaquée ne confirment nullement le reproche formulé par la société SFR. Il en ressort, en effet, que le paragraphe en cause constitue, non l'entière motivation de cette décision, mais sa conclusion, laquelle est précédée, d'une part, d'un rappel des éléments factuels utiles, du cadre juridique du contrôle exercé et des éléments pris en compte pour apprécier la conformité du projet, d'autre part, d'une présentation des parités retenues par les banques présentatrices et l'expert indépendant et d'une comparaison des méthodes mises en œuvre et, enfin, d'une analyse des éléments relatifs à la rémunération du "modèle Altice", s'agissant en particulier de son montant et de son impact sur les parités. Ainsi, le raisonnement que développe cette motivation, dont la société Altice prétend qu'il ne peut être « pleinement » compris, apparaît au contraire clairement, quelle que soit l'appréciation qu'on puisse porter sur son bien fondé, dont la cour aura à connaître plus loin.

En deuxième lieu, la société Altice soutient que cette motivation repose sur des arguments incohérents, qui ne permettent pas d'en comprendre la logique, comme cela ressort, selon elle, de l'argument suivant qui figure en conclusion de la décision attaquée : « *[Dans le même temps,] la parité de 1,60x proposée dans le présent projet d'offre publique se situe au point le plus bas des fourchettes de parité retenues par l'expert, qui n'a pu intégrer l'effet de ce contrat de rémunération dans ses travaux et dans sa conclusion sur l'équité du projet d'offre* ». Elle fait valoir que par cette formule, l'AMF a établi un lien entre la première proposition qui y est contenue, - la parité de 1,60 proposée par l'initiateur est au point le plus bas de la fourchette retenue par l'expert -, et la seconde, - l'expert n'a pas

pris en compte l'effet du contrat de rémunération dans son appréciation du caractère équitable de l'offre. Ce faisant, elle a, selon la société Altice, suggéré que la faiblesse des parités serait aggravée par l'absence de prise en compte, par l'expert, des effets de ce contrat, commettant ainsi une erreur de logique, puisque la dégradation de la fourchette de parité ne pouvait que rendre la parité de 1,60 plus attractive et plus équitable pour les actionnaires de la société SFR.

Mais il ressort des termes, ci-dessus rappelés, de la décision que l'AMF a seulement rapproché dans la même phrase deux constatations objectives, sans avoir fait de la seconde d'entre elles un facteur d'aggravation de la première. Chacune d'entre elles étant compréhensible, logique et cohérente, il s'ensuit que la motivation de la décision de l'AMF l'est également. Au surplus, quand bien même l'AMF aurait eu l'intention de rapprocher ces deux propositions, le rappel que le projet d'offre publique se situait au point le plus bas des fourchettes des parités retenues par l'expert aurait été justifié au regard du projet de contrat de rémunération, car ce choix d'une parité basse rendait plus nécessaire encore que les actionnaires soient exactement informés de l'importance de l'impact négatif attendu de la conclusion de ce contrat de rémunération entre les sociétés Altice et SFR, afin de pouvoir pleinement apprécier l'intérêt de faire apport de leurs titres à une offre objectivement peu attractive. C'est donc à tort que la société Altice prétend que la motivation de la décision serait entachée d'une incohérence qui ne permettrait pas d'en comprendre la logique.

En troisième lieu, la société Altice fait valoir que la portée de la décision attaquée est inconnue, puisque sa motivation ne permet pas de savoir si, « à l'avenir », l'AMF déclarerait non conforme tout projet d'offre dès lors que, comme en l'espèce, « *il ferait état d'un projet de convention potentiellement significative entre l'initiateur et la cible, dont les modalités et la mise en œuvre [seraient] encore incertaines* ».

Cet argument ne peut, pas plus que les précédents, être retenu, sauf à donner à la décision attaquée une portée qu'elle n'a pas. En effet, l'AMF n'a nullement condamné par avance tout projet d'offre présenté par un initiateur qui envisagerait de passer avec la cible une convention ; elle a, en revanche, examiné si, compte tenu de cette circonstance particulière, l'information délivrée aux actionnaires était, comme l'impose l'article L. 621-8-1 du code monétaire et financier, complète, compréhensible et cohérente.

En quatrième lieu, la société Altice observe que dans ses observations écrites devant la cour, l'AMF soutient que compte tenu de l'insuffisance de l'information sur le contrat de rémunération et la détermination des fourchettes de parité, les actionnaires de la société SFR « *pouvaient avoir des doutes sérieux sur le devenir de [ses] capacités distributives* » et que « *face à cette incertitude* », ils « *pouvaient être incités à apporter leurs titres à l'offre proposée par la société Altice et ce alors que la parité se situait à la borne basse de la fourchette des parités évaluées par l'expert indépendant et que cette parité était jugée peu attractive par le marché* ». Elle soutient qu'en développant une telle argumentation, l'AMF donne un nouveau fondement à son refus de déclarer conforme le projet d'offre dont elle était saisie, au mépris de l'interdiction qui lui est faite, et que la jurisprudence a consacrée, d'introduire, devant la cour d'appel, d'autres motifs que ceux figurant dans sa décision. Dans le même sens, la société SFR ajoute que l'AMF ne saurait modifier ou compléter a posteriori « *la motivation et l'argumentation développées dans la décision attaquée* » et que les observations qu'elle est autorisée à déposer devant la cour ne peuvent « *suppléer ou pallier l'insuffisance de la motivation* » de cette décision. La société Altice soutient, en outre, que l'argumentation développée par l'AMF dans ses écritures devant la cour « *trahit* » le véritable motif du refus de conformité qui lui a été opposé, lequel tiendrait dans le soupçon, non formulé dans la décision attaquée, que « *le projet de convention de prestations de services aurait participé (...) d'une manœuvre d'Altice pour inciter les actionnaires minoritaires de SFR Group d'apporter à son offre en dépit d'une parité insuffisante* ». Citant à l'appui de cette allégation d'autres extraits des observations écrites de l'AMF, elle en conclut que celle-ci a apprécié la conformité de son offre « *sous l'emprise d'un préjugé défavorable* ».

Mais à supposer ce reproche avéré - dans le cas où l'AMF tendrait dans ses observations, non pas à éclairer la cour, mais à ajouter à la décision attaquée des éléments de motivation qui n'y figuraient pas - cette circonstance serait, en elle-même, sans effet sur la question posée à la cour, qui est de déterminer si la motivation contenue dans la décision attaquée permet d'en comprendre le sens et la portée. Il incombe, en effet, à la cour d'exercer son contrôle, sous la sanction d'une éventuelle annulation ou réformation, non sur les écritures déposées par l'AMF dans le cadre de la présente instance, mais sur la décision qui lui est déférée, afin d'en vérifier la régularité formelle et le bien-fondé. Dès lors, il y a lieu pour la cour d'apprécier la pertinence et la suffisance des seuls motifs exposés dans cette décision, sans qu'il soit besoin d'y substituer d'autres motifs qui seraient prétendument développés par la suite.

Il ressort de l'ensemble de ces constatations que la motivation de la décision attaquée permettait d'en comprendre la logique, le sens et la portée, en ce que l'AMF a exposé les raisons l'amenant à considérer que l'imprécision affectant les conditions de mise en oeuvre et les modalités du projet de contrat de rémunération ne mettait pas les actionnaires de la société SFR en mesure d'apprécier la parité qui était proposée. Les moyens d'annulation tirés du défaut de motivation de la décision attaquée seront donc rejetés.

Sur le manquement allégué à l'obligation pour l'AMF d'indiquer les informations qui devaient être complétées

La société Altice fait valoir que la décision attaquée est exclusivement fondée sur l'insuffisance, qu'elle conteste, de l'information contenue dans son projet de note et souligne qu'elle ne fait référence qu'à l'article L. 621-8-1 du code monétaire et financier. Elle soutient que, dans ces conditions, l'AMF aurait dû, comme le prévoit ce dernier article, lui demander de compléter ou modifier son projet et que faute pour elle de l'avoir fait, sa décision de non-conformité encourt l'annulation.

Le refus de déclarer conforme le projet d'offre de la société Altice est effectivement fondé, de façon explicite, sur l'article L. 621-8-1 du code monétaire et financier, lequel prévoit que « *Pour délivrer le visa mentionné à l'article L. 621-8, l'Autorité des marchés financiers vérifie si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes. L'Autorité des marchés financiers indique, le cas échéant, les énonciations à modifier ou les informations complémentaires à insérer* ».

Il ressort de ces dispositions qu'il incombe à l'AMF, lorsqu'elle vérifie que l'information délivrée lors d'une opération entrant dans leur champ d'application est complète, compréhensible et cohérente, de faire connaître à l'initiateur quelles sont les informations qui ne satisfont pas à ces conditions et qui doivent, en conséquence, être modifiées ou complétées. Tel a bien été le cas en l'espèce ; d'une part, en effet, les échanges avec les services d'instruction de l'AMF ont donné lieu à de nombreuses remarques et demandes de leur part, comme en attestent plusieurs pièces versées au dossier par la société Altice, parmi lesquelles le tableau intitulé « *Chronologie des échanges avec l'AMF depuis le 5 septembre* » (pièce n° 19), le « *Tableau de suivi des remarques formulées par l'AMF le 9 septembre 2016* » et le « *Tableau de suivi des remarques formulées par l'AMF le 15 septembre* » (pièces n° 15 et 16) ainsi que les tableaux récapitulant les « *Commentaires de l'AMF du 15 septembre 2016* » et les « *Commentaires de l'AMF du 26 septembre 2016* » (pièces n° 17 et 18) ; d'autre part, le refus opposé à la société Altice a été motivé dans des conditions lui permettant, comme la cour l'a relevé plus haut, de connaître les points sur lesquels l'AMF a estimé que l'information délivrée n'était pas suffisante au regard des exigences des textes.

Sur le bien-fondé de la décision de non-conformité

En conclusion de l'analyse qu'elle a menée, l'AMF a considéré que « *les objectifs et intentions de l'initiateur font état d'un projet de contrat de rémunération dont la mise en œuvre et les modalités demeurent imprécises, dont l'impact serait négatif et potentiellement significatif sur la détermination des fourchettes de parité et devrait être pris en compte par les actionnaires dans leur analyse de l'offre. Dans le même temps, la parité de 1,60x proposée dans le présent projet d'offre publique se situe au point le plus bas des fourchettes de parité retenues par l'expert, qui n'a pu intégrer l'effet de ce contrat de rémunération dans ses travaux et dans sa conclusion sur l'équité du projet d'offre. Ces circonstances ne permettent pas, dès lors, de considérer que l'information destinée aux actionnaires minoritaires, notamment sur la justification de la parité d'échange retenue, soit complète, compréhensible et cohérente au sens des dispositions de l'article L. 621-8-1 du code monétaire et financier.* »

La société Altice observe que l'AMF a ainsi retenu, au soutien de sa décision de refus de conformité, trois circonstances, dont elle a déduit que l'information n'était pas complète, compréhensible ni cohérente et qui tiennent, d'une part, à l'imprécision de la mise en œuvre et des modalités du projet, d'autre part, à son impact négatif et potentiellement significatif sur les fourchettes de parité et, enfin, à l'impossibilité pour l'expert indépendant d'intégrer l'effet du contrat dans ses travaux. Elle considère, cependant, qu'aucune d'entre elles ne caractérise l'insuffisance d'information qui fonde la décision attaquée, laquelle procède, en conséquence, d'une erreur manifeste d'appréciation.

Sur l'imprécision des informations relatives à la mise en œuvre et aux modalités du projet

La société Altice conteste l'affirmation, contenue dans la décision attaquée, selon laquelle « *la mise en œuvre et les modalités [du projet de contrat de rémunération] demeurent imprécises* », qu'elle juge contraire, d'une part, à la jurisprudence de la cour d'appel et, d'autre part, à la pratique décisionnelle de l'AMF.

C'est ainsi, en premier lieu, qu'elle expose que s'agissant, comme en l'espèce, d'un événement futur, dont les caractéristiques exactes sont nécessairement inconnues, la cour d'appel a jugé, dans un arrêt du 13 novembre 1996, que les incertitudes subsistant à la date de l'opération en cause ne rendaient pas l'information incohérente ni incomplète, dès lors que ces incertitudes « *ont fait, elles-mêmes, l'objet d'une information expresse des actionnaires* » et que ceux-ci avaient pu disposer « *des informations essentielles, connues de l'initiateur lui-même* » (CA Paris, 13 nov. 1996, Crédit Foncier de France, n° 96-20710 et 96-20709). Elle invoque également un arrêt du 7 juillet 1995 rendu par cette même cour à propos de l'offre publique initiée par la société Abacus Finance sur la Banque Colbert : alors qu'il était reproché à la Commission des opérations de bourse d'avoir délivré son visa sur une note d'information incomplète, puisque selon le requérant elle ne comprenait pas d'indications sur les conditions de la cession prochaine de la société Abacus au Consortium de réalisation (CDR), la cour a constaté que les actionnaires avaient « *pu disposer en l'espèce des informations essentielles, connues de l'initiateur lui-même et de la société visée, sur les perspectives envisageables concernant le regroupement des actifs et des filiales du Crédit Lyonnais, ainsi que sur le 'plan de sauvetage' de cet établissement* » (CA Paris, 7 juillet 1995, Abacus Finance, n° 95-12222).

La société Altice en conclut qu'on ne peut reprocher à un initiateur, en présence d'un projet d'opération affectant la société cible, de donner une information incomplète ou imprécise, « *pour autant que sa note d'information contienne les informations essentielles dont disposent l'initiateur et la cible concernant ce projet et informe les actionnaires de la société cible des éléments encore incertains et restant à préciser* ». Elle soutient que l'information qu'elle a délivrée en l'espèce répond à ces conditions et que l'aléa inhérent au projet de convention en cause ne peut caractériser, en lui-même, un défaut d'information justifiant un refus de conformité de l'offre, dès lors que l'initiateur a délivré une information

aussi complète que cet aléa le permettait et qu'il a attiré l'attention des actionnaires sur les éléments restant à préciser. Elle ajoute que les précisions qu'elle a apportées aux services et au collège de l'AMF encadraient, autant qu'il était possible, les caractéristiques de ce projet.

Cependant, il ressort des termes de la décision attaquée que l'AMF n'a nullement considéré que l'information communiquée était insuffisante du seul fait que l'opération n'était encore qu'un projet, ni que l'incertitude était, en elle-même, un obstacle à la délivrance d'une information complète, cohérente et compréhensible. Aussi, est-ce au prix d'une déformation du sens et de la portée de cette décision que la société Altice prétend que l'AMF aurait décidé de rejeter, à l'avenir, toute offre publique, dès lors que son initiateur envisagerait de mettre en œuvre un projet, dont la connaissance serait nécessaire à la bonne information des actionnaires de la société cible, mais non encore déterminé dans toutes ses modalités.

En revanche, l'AMF a recherché, par une appréciation *in concreto*, si les actionnaires avaient disposé, non de l'ensemble des informations relatives au projet en cause dont, par définition, tous les éléments n'étaient pas encore déterminés, mais des informations dont la connaissance leur était particulièrement nécessaire pour prendre une décision d'investissement éclairée, puisqu'elles avaient trait à un projet visant à permettre à l'initiateur de l'offre publique de prélever une part du chiffre d'affaires de la société cible, affectant ainsi son résultat et sa capacité distributive pour l'avenir, étant rappelé que cette exigence ne saurait considérée comme satisfaite du seul fait que l'initiateur aurait communiqué toutes les informations en sa possession. Elle a conclu cette recherche par la négative, en relevant que la mise en œuvre et les modalités du projet de contrat de rémunération étaient "*imprécises*", alors que ce projet devait être pris en compte par ces actionnaires dans leur analyse de l'offre, puisqu'il emportait un impact *« négatif et potentiellement significatif »* sur les fourchettes de parité. Ainsi, force est de constater, au vu des pièces produites aux débats, que les incertitudes sur le *« modèle Altice »*, qui ont subsisté à l'issue de l'instruction du dossier, portaient non seulement sur le montant de la rémunération qui serait due, mais également sur son existence même.

En ce qui concerne la mise en place du contrat de rémunération du *« modèle Altice »*, les sociétés Altice et SFR ont, dans leur communiqué de presse commun du 5 septembre 2016, indiqué que ce contrat *« devrait être formalisé et soumis à l'approbation de leur conseil d'administration à la fin de l'année 2016 »* (pièce Altice n° 12). Pourtant, malgré la proximité, à la date du dépôt du projet d'offre et de son examen par le collège de l'AMF, de cette échéance, la société Altice n'a pas fourni à l'AMF les précisions qui étaient nécessaires. C'est ainsi qu'aux demandes qui lui étaient présentées sur ce point, elle a répondu le 28 septembre 2016, soit dans les derniers jours de l'examen de sa demande par les services d'instruction de l'AMF, qu'*« il serait prématuré d'inclure des éléments sur la rémunération du modèle Altice dans le Document « Autres informations » de SFR GROUP dans la mesure où les équipes de management de SFR GROUP n'ont pas commencé leur analyse sur le sujet. En outre, les modalités juridiques et financières du modèle Altice n'ont pas encore été arrêtées »* (pièce Altice n° 18). La cour relève, en outre, que cette affirmation ne concorde pas avec l'annonce faite par ailleurs, selon laquelle le contrat serait, avant la fin de l'année 2016, soumis à l'approbation des conseils d'administration des sociétés Altice et SFR et mis en place. Par ailleurs, la société Altice a affirmé que la rémunération du *« modèle Altice »* devait être appliquée à toutes ses filiales opérationnelles, sans, cependant, fournir aucun élément comparatif et en écartant les demandes présentées sur ce point par l'AMF, en affirmant qu'il n'est *« pas possible de se contenter de désigner un précédent ou même plusieurs, qui auront chacun leurs spécificités, et qui ne correspondent pas nécessairement au modèle qui sera finalement retenu par Altice et SFR (...) »* (pièce Altice n° 16). Plus généralement, l'expert indépendant a relevé, dans son *addendum* du 3 octobre 2016, que les cabinets mandatés par la société Altice pour définir les modalités de rémunération du modèle Altice n'avaient *« pas encore rendu les conclusions de leurs travaux, si bien qu'à ce stade, les caractéristiques précises de ce contrat et la date d'entrée en vigueur demeurent inconnues »*.

En ce qui concerne le montant de la rémunération du « modèle Altice », sans doute la société Altice a-t-elle, dans le cours de l'instruction de son dossier, affiné son analyse et introduit des éléments nouveaux par rapport à ceux qu'elle avait initialement communiqués. C'est ainsi qu'alors que sa note d'information du 5 septembre 2016 ne comportait aucune indication sur ce point, et qu'elle avait fait savoir à l'AMF, en réponse à une remarque formulée par celle-ci le 15 septembre suivant, qu'elle n'était « *pas en mesure à ce stade de chiffrer la rémunération qui sera mise en place au titre du modèle Altice* » (pièce Altice n° 16), elle a ensuite présenté l'opinion de certains analystes évaluant ladite rémunération sur une fourchette de 1 à 4% du chiffre d'affaires de la société SFR, avant de s'engager sur une rémunération allant de 2 à 3 %. Cependant, son projet modifié de note d'information a fait état d'une procédure annuelle de « *benefit test* » permettant d'apprécier de façon plus empirique les avantages du « *modèle Altice* », cette procédure pouvant conduire à diminuer voire à faire disparaître la rémunération. Il s'ensuit que cette rémunération du « *modèle Altice* » pourtant substantielle et ayant un impact potentiellement négatif est particulièrement incertaine quant à son montant.

Dès lors, les informations produites par l'initiateur quant au projet de rémunération du « *modèle Altice* » faisant apparaître celui-ci particulièrement incertain tant dans son montant que dans son existence, alors pourtant que l'impact de ce projet est particulièrement substantiel sur les fourchettes de parités pouvant être retenues, l'AMF a justement considéré que l'information produite était insuffisante pour fonder sa décision de non-conformité de l'opération.

S'agissant, en second lieu, de la pratique décisionnelle de l'Autorité, la société Altice invoque, à titre de précédent, trois offres publiques d'achat, initiées comme en l'espèce par une société mère sur sa filiale, qui ont été déclarées conformes par l'AMF, alors qu'il existait entre l'initiateur et la cible un projet de convention dont la description avait été laissée, selon elle, « *dans un état d'imprécision total dans les notes d'information* » (AMF, 13 nov. 2008, Cross Systems Company, D & I n° 208C2039 ; AMF, 28 avril 2005, Hôtels et Casinos de Deauville, D & I n° 205C0791 ; AMF, 27 nov. 2013, Lacie, D & I n° 213C1805). Aussi considère-t-elle que le refus qui lui a été opposé est « *injustifiable* » puisque son projet satisfaisait à un niveau d'information « *sans commune mesure* » avec celui constaté dans ces trois précédentes affaires. L'AMF fait valoir que celles-ci présentaient des particularités qui les distinguent de la présente opération et rendent vaine toute comparaison entre elles. C'est ainsi qu'elle souligne que dans ces précédentes opérations, l'une des cibles était une « *coquille vide* », que les contrats de prestation de services n'étaient pas conclus avec l'initiateur et avaient pour objet le partage de coûts ou le regroupement d'actifs, alors que le contrat de rémunération envisagé par la société Altice serait fondé sur la valeur potentiellement créée au sein de la société cible selon un mécanisme encore à l'étude, qu'enfin, l'une de ces opérations a été mise en œuvre avant la réforme de l'expertise indépendante à laquelle il a été procédé en septembre 2006, de sorte que les conventions de prestation de services non encore abouties n'entraient pas dans le champ du rapport établi par l'expert indépendant. La société Altice conteste la signification que l'AMF attache à ces différences prétendues et juge son analyse dénuée de toute pertinence.

Quoi qu'il en soit des enseignements susceptibles d'être tirés de ces éléments de comparaison, si la référence à des précédents jugés comparables présente un intérêt qui ne peut être discuté, elle ne saurait dispenser l'AMF d'examiner chaque projet qui lui est soumis au vu de ses caractères propres, la cour étant alors conduite, comme elle l'a fait plus haut, à rechercher s'il a été fait en l'espèce une juste application des dispositions législatives et réglementaires régissant les offres publiques et, en particulier, l'information délivrée aux actionnaires. La cour relève, au demeurant, qu'aucune des décisions rendues par l'AMF dans le cadre des précédentes opérations qu'invoque la société Altice ne fait état de projet de convention qui serait passée entre initiateur et cible et emporterait paiement par celle-ci d'une rémunération, ni n'aborde la question ici en jeu, qui est de déterminer si l'information délivrée relativement à un tel projet, non encore abouti, est complète, compréhensible et cohérente.

Sur l'impact "négatif et potentiellement significatif" du projet sur les fourchettes de parité

Toutes les parties conviennent que la mise en œuvre du projet aurait un impact négatif sur les fourchettes de parité, ainsi que l'ont affirmé tant les banques présentatrices que l'expert indépendant, compte tenu du surplus de rémunération, une fois la convention mise en place, que devrait payer SFR et qui n'a pas été pris en compte dans ses prévisions de résultat. En revanche, la société Altice soutient que c'est à tort que l'AMF considère cet impact comme « *potentiellement significatif* », puisque selon les analyses de sensibilité qui ont été menées, la parité, en intégrant cette rémunération, ne serait réduite que d'environ 0,04x à 0,05x pour chaque pourcent de chiffre d'affaires de coûts additionnels. Elle fait valoir qu'en toute hypothèse, ces informations n'étaient nullement insuffisantes puisqu'à l'inverse, en alertant les actionnaires sur un fait futur pouvant justifier une valeur plus faible du titre SFR, elles les mettaient en mesure d'apprécier avec plus de justesse la parité qui leur était proposée.

S'agissant du caractère "significatif" de l'impact du projet sur les fourchettes de parité, l'AMF, en se fondant sur les données figurant dans le document de référence pour 2015 de la société SFR, rappelle, sans être contredite, que les *management fees* versés par celle-ci à la société Altice se sont élevés à 11 millions d'euros en 2014 et 47 millions d'euros en 2015, ces montants étant bien inférieurs au montant de la rémunération qui serait due si, comme l'envisage l'initiateur, elle devait représenter entre 2 % et 3 % du chiffre d'affaires, soit, en prenant en compte la procédure de *benefit test*, une amplitude de 0 à 330 millions d'euros.

En toute hypothèse, la question en jeu étant de déterminer si l'information donnée sur cet impact était suffisante, force est de constater qu'il a été démontré plus haut que tel n'était pas le cas, étant rappelé que l'obligation d'information qui pèse sur l'initiateur d'une offre publique a pour objet de permettre aux actionnaires de la société cible d'apprécier, et de comparer, l'intérêt d'apporter leur titres à l'offre, mais aussi de les conserver.

Sur la dénaturation par l'AMF du rapport de l'expert indépendant

Les sociétés Altice et SFR soutiennent que c'est à tort que l'AMF a considéré que l'expert indépendant n'avait « *pu intégrer l'effet de ce contrat de rémunération dans ses travaux et dans sa conclusion sur l'équité du projet d'offre* ». Elles font valoir, en effet, que l'expert, s'il n'a pas intégré ce projet de contrat dans son rapport initial du 4 septembre 2016, a ensuite produit un addendum dans lequel il a réexaminé ses premières conclusions au vu, notamment, des travaux complémentaires des banques présentatrices qui ont mesuré l'impact potentiel de la convention sur les fourchettes de parité. Elles soulignent que dans cet addendum, l'expert a « *repris à son compte* » le cadre d'analyse des banques, a « *testé l'impact d'une rémunération du modèle Altice* », a chiffré l'incidence de la convention sur les fourchettes de parité et en a conclu que la mise en place de cette convention « *ne serait pas de nature à remettre en cause la conclusion (...) formulée sur le caractère équitable de l'offre* ». Elles en concluent que l'AMF a fondé sa décision sur une « *dénaturation* du rapport de l'expert indépendant, commettant ainsi une « *erreur manifeste d'appréciation* » qui doit conduire la cour à faire droit à leur demande d'annulation.

La cour observe, au préalable, qu'en se référant expressément, en conclusion de son analyse, au rapport de l'expert indépendant, l'AMF s'est conformée aux dispositions de l'article 231-21 de son règlement général, aux termes duquel elle apprécie la conformité des projets d'offre publique en examinant les conditions financières, « *au regard notamment du rapport de l'expert indépendant (...)* », lorsque, comme en l'espèce, la désignation d'un tel expert est rendue obligatoire par l'article 261-1 du même règlement.

Elle relève ensuite que le reproche selon lequel l'AMF aurait dénaturé les travaux de l'expert indépendant - en considérant que celui-ci n'aurait pas pris en compte le contrat de rémunération dans son appréciation de l'équité du projet - est démenti par les termes

mêmes de l'addendum, en date du 3 octobre 2016, à son rapport du 4 septembre. Cet addendum, en effet, a été établi au vu des informations complémentaires fournies par la société Altice en ce qui concerne, "*principalement*", le contrat que celle-ci entendait conclure avec la société SFR en vue de la rémunération du "*modèle Altice*". A ce titre, l'expert a relevé que l'initiateur entendait arrêter un montant à des conditions de marché rémunérant à sa juste valeur son apport à la société SFR et ajuster annuellement ce montant sur la base des résultats d'un *benefit test*, que certains analystes financiers faisaient état d'une rémunération de marché, pour le type de service correspondant au "*modèle Altice*", d'un montant compris entre 1 % et 4 % du chiffre d'affaires et que selon les propres anticipations de l'initiateur, celui-ci envisageait un montant compris entre 2 % et 3 % du chiffre d'affaires.

Constatant, néanmoins, qu'« *à ce stade, les caractéristiques précises de ce contrat et la date d'entrée en vigueur demeur[ai]ent inconnues* », l'expert a conclu que « *dans ces conditions, nous réitérons l'assertion déjà formulée dans le Rapport selon laquelle le mécanisme envisagé n'a pu être intégré explicitement dans nos travaux et, a fortiori, dans notre appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'Offre* ».

Sans doute cette conclusion est-elle suivie de l'assertion selon laquelle « *cependant, sur la base des intentions de l'Initiateur et des principes décrits ci-dessus, on peut présumer que la mise en place d'un mécanisme de rémunération du type de celui envisagé par l'Initiateur ne serait pas de nature à remettre en cause la conclusion que nous avons formulée sur le caractère équitable de l'Offre sur la base de l'ensemble des analyses conduites dans le cadre du Rapport* » ; mais cette formule, contrairement à l'interprétation qu'en donnent les sociétés Altice et SFR, doit, à sa lettre même, se comprendre comme exprimant l'hypothèse que privilégie l'expert, et non comme une remise en cause de l'affirmation précédente - selon laquelle l'expert indépendant n'a pas intégré la rémunération envisagée dans ses travaux. On ne saurait, dès lors, faire grief à l'AMF d'avoir dans sa décision dénaturé les conclusions de l'expert indépendant.

Sur le lien entre ces différents reproches et le fait que la parité soit en bas de la fourchette

La société Altice considère que le constat, auquel l'AMF a procédé, que « *la parité de 1,60x proposée dans le présent projet d'offre publique se situe au point le plus bas des fourchettes de parité retenues par l'expert* » n'a aucune incidence sur l'information des actionnaires et qu'il est sans lien avec les griefs ci-dessus examinés.

De fait, ce constat - purement objectif - n'emporte pas la démonstration que l'information est insuffisante, mais tel n'en était pas l'objet. L'AMF, en effet, n'a, dans la conclusion de son analyse, rapproché la parité proposée par l'initiateur des fourchettes de parité retenues par l'expert indépendant qu'à titre de rappel, sans considérer, ni même suggérer, que sur ce point l'information délivrée aux actionnaires ne serait pas, comme l'exigent les textes, complète, cohérente et compréhensible, le respect de ces conditions ayant été précédemment apprécié à l'égard du contrat de rémunération et, en particulier, de sa mise en œuvre, de ses modalités et de son impact.

Sur le fait que les reproches de l'AMF ne pouvaient conduire qu'à un refus de visa, et non à un refus de conformité

La société Altice soutient que l'insuffisance du rapport de l'expert indépendant, à la supposer caractérisée, ce qu'elle conteste, ne pouvait conduire qu'à un refus par l'AMF de délivrer son visa sur la note d'information, mais non à une déclaration de non-conformité du projet d'offre.

Mais l'AMF ayant considéré que le projet d'offre ne satisfaisait pas aux exigences de l'article 231-21 de son règlement général, en ce que l'information figurant dans le projet de note d'information n'était pas complète, cohérente et compréhensible au sens de l'article

L. 621-8-1 du code monétaire et financier, ne pouvait que le déclarer non conforme aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables et, partant, que refuser de délivrer son visa, lequel, selon l'article L. 213-23 de ce même règlement, n'aurait pu procéder que d'une déclaration de conformité.

Sur les frais irrépétibles

Le recours de la société Altice étant rejeté, il ne sera pas fait droit aux demandes de condamnation au titre de l'article 700 du code de procédure civile.

PAR CES MOTIFS

REJETTE le recours formé par la société Altice N.V. contre la décision n° 216C2262 de l'Autorité des marchés financiers publiée le 5 mars 2016 ;

REJETTE les demandes de condamnation présentées sur le fondement de l'article 700 du code de procédure civile ;

CONDAMNE la société Altice N. V. aux dépens de la présente instance.

LE GREFFIER,


Benoît TRUET-CALLU

LE PRÉSIDENT,



Olivier DOUVRELEUR