

Le conseil d'administration, pivot de la gouvernance des offres publiques

Auteur(s)



Jean-Christophe Devouge
Avocat à la Cour, Associé, Aurès



Kaïs Boussadia
Avocat à la Cour, Aurès

Les offres publiques ne se réduisent pas à de simples opérations de marché. La directive 2004/25/CE, dite « Directive OPA », les définit en effet comme des offres adressées aux détenteurs de titres d'une société dans le but d'en acquérir le contrôle ou faisant suite à son acquisition. Elles s'inscrivent ainsi dans le moment particulier où le pouvoir au sein d'une société cotée est susceptible d'être transféré. En complément des questions de prix, de transparence ou de bonne information du marché, naturellement cruciales, se pose également une autre question essentielle : celle du pouvoir social. Parce qu'elles organisent les conditions dans lesquelles le contrôle d'une société peut être acquis ou consolidé, les offres publiques constituent un terrain privilégié d'interaction entre le droit boursier et le droit des sociétés¹.

2. L'interaction entre les deux domaines est d'ailleurs consacrée par le droit positif lui-même. La Directive OPA, pour ne citer qu'un exemple, ne se limite pas à édicter des règles procédurales encadrant les offres : elle s'adresse directement aux organes sociaux, tout particulièrement à ceux de la société visée, en disposant notamment que « l'organe d'administration ou de direction de la société visée doit agir dans l'intérêt de la société dans son ensemble et ne peut pas refuser aux détenteurs de titres la possibilité de décider des mérites de l'offre »². Le droit boursier ne demeure donc pas extérieur au fonctionnement de la société : il investit, à l'occasion des offres publiques, le champ de la gouvernance des sociétés cotées, tout particulièrement celui de la cible d'une offre, en complétant les règles du droit des sociétés par des exigences propres à la conduite du processus décisionnel - et ses effets - de ses organes sociaux.

3. Présente pour toutes les offres³, cette « immixtion » du droit boursier dans la sphère sociale revêt une importance croissante dans le contexte actuel, marqué par la multipli-

cation des opérations de retrait de la cote⁴. Ces opérations conduisent fréquemment un actionnaire déjà en position de contrôle ou un initiateur tiers (généralement un fonds d'investissement) à proposer aux actionnaires de céder leurs titres, avec la perspective, en cas d'atteinte du seuil légal⁵, d'un retrait obligatoire. Elles présentent, à cet égard, une configuration particulière : les organes sociaux de la société visée peuvent être en effet amenés à se prononcer sur une opération initiée par un acteur susceptible d'exercer déjà une influence déterminante sur celle-ci ou avec lequel les dirigeants peuvent avoir conclu un accord⁶. Dans un tel contexte, les exigences d'indépendance du processus décisionnel et de prévention des conflits d'intérêts acquièrent une importance particulière, tant pour la protection des actionnaires minoritaires que pour la crédibilité de l'offre⁷.

4. Pour répondre à ces enjeux et légitimes préoccupations, le droit des offres mobilise un ensemble d'instruments de gouvernance – comité *ad hoc*, expert indépendant et avis motivé du conseil d'administration –, véritable « triptyque » destiné à garantir l'indépendance et la qualité de l'appréciation portée sur l'offre. Organisés autour du conseil d'administration, ces instruments poursuivent une même finalité : assurer que la décision de celui-ci procède d'une analyse objective, éclairée et conforme tant à l'intérêt social qu'à celui des actionnaires. La gouvernance, entendue comme le système par lequel une société est dirigée et contrôlée⁸, se trouve ainsi placée au cœur du régime des offres publiques. Cette dimension a d'ailleurs été renforcée par la loi Florange⁹ qui, en consacrant l'abandon du principe de neutralité du conseil, a confirmé le rôle actif de cet organe dans l'appréciation des offres.

1 Cette imbrication des deux disciplines explique également que les offres publiques soient, en pratique, principalement appréhendées par les avocats spécialisés en fusions-acquisitions, en coordination le cas échéant avec les équipes spécialisées en marchés de capitaux. Si les règles de marché structurent le déroulement de l'opération, son enjeu central demeure celui de l'acquisition ou du transfert du contrôle d'une société, ce qui confère naturellement une place prépondérante aux problématiques transactionnelles et de gouvernance.

2 Art. 3.1, c), Directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition.

3 Dans une moindre mesure lorsqu'une offre est initiée par l'émetteur lui-même, les organes sociaux n'étant plus appelés à se prononcer sur les mérites d'une offre présentée par un tiers, mais à mettre en œuvre une opération qu'ils ont eux-mêmes décidée (lors d'une offre publique de rachat d'actions (OPRA) par exemple).

4 En 2025, les retraits de cote ont représenté 71 % des offres déclarées conformes et finalisées au cours de l'année, contre 62 % en 2024, et 43 % il y a dix ans (2016), v. EY Parthenon, *Observatoire des opérations de marché 2025*, 17ème éd., févr. 2026, p. 12.

5 La loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises, dite « loi PACTE » a abaissé le seuil du retrait obligatoire de 95 % à 90 % du capital et des droits de vote. Cet assouplissement a été accompagné d'un renforcement des garanties procédurales applicables aux offres publiques concernant notamment la constitution d'un comité *ad hoc* et la désignation de l'expert indépendant (v. notamment Rapport du groupe de travail de l'AMF – Les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire et l'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques, septembre 2019).

6 Tel peut notamment être le cas lorsque l'actionnaire de contrôle initie une offre après avoir conclu avec les dirigeants ou certains actionnaires des accords relatifs à la cession de leurs blocs de titres, éventuellement assortis de mécanismes d'intéressement (« *management packages* ») destinés à aligner leurs intérêts sur ceux de l'initiateur ; v. par exemple l'offre d'EQT visant les actions Waga Energy.

7 On rappellera sur ce point les questions suscitées par la pratique qui a pu être critiquée des offres dites « en deux temps », v. sur ce point L. Boisseau, « *La multiplication des OPA en deux temps pose la question de la fixation des prix* », Les Échos, 14 févr. 2022.

8 Rapport Cadbury, 1992.

9 Loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle.

5. La mise en œuvre de ces mécanismes demeure toutefois confrontée à une double difficulté. La première tient à la pluralité des normes encadrant la gouvernance des sociétés cotées et à la répartition corrélatrice des compétences. Si l'Autorité des marchés financiers (AMF) exerce son contrôle sur le déroulement de l'offre publique et le respect des exigences propres au marché, sa mission ne s'étend, en principe, ni au fonctionnement interne des organes sociaux ni à l'appréciation des conflits d'intérêts susceptibles d'affecter leurs délibérations, ces questions relevant pour l'essentiel du droit des sociétés voire des standards issus de la *soft law*. La seconde tient au fait que la constitution d'un comité *ad hoc*, la désignation d'un expert indépendant ou l'adoption d'un avis motivé ne garantissent pas, à eux seuls, que le processus décisionnel ait effectivement permis une appréciation indépendante et approfondie de l'offre. Le risque existe ainsi de réduire ces mécanismes à une exigence de conformité procédurale, sans que soit nécessairement atteinte leur finalité première : assurer une décision véritablement éclairée et conforme à l'intérêt social et à celui des actionnaires.

6. L'articulation entre droit boursier et l'ensemble des normes qui structurent la gouvernance des sociétés cotées révèle ainsi une tension bien présente : si les offres publiques ont conduit le droit boursier à investir progressivement le champ de la gouvernance des sociétés cotées, les instruments qu'il mobilise demeurent largement dépendants des mécanismes internes du droit des sociétés ainsi que des standards de gouvernance qui complètent son encadrement. La question est dès lors de savoir si cette architecture permet d'assurer une gouvernance pleinement effective, garantie *sine qua non* de l'intégrité et de la robustesse des processus suivis.

7. C'est à cette interrogation que la présente étude se propose de répondre. Elle examinera, dans un premier temps, l'architecture actuelle du dispositif en mettant en lumière la place centrale reconnue au conseil d'administration en matière d'offre publique, mais également la fragmentation des contrôles qui entourent son intervention, entre droit des sociétés, droit boursier et normes de gouvernance (I). Elle s'attachera ensuite à apprécier les voies susceptibles d'en renforcer l'effectivité, qu'il s'agisse des leviers d'intervention indirects dont dispose l'AMF ou d'une évolution des mécanismes internes de gouvernance de la société cible (II).

I - Le conseil d'administration : un rôle central dans la réglementation des offres mais soumis à une supervision fragmentée

A. Le conseil d'administration, centre de gravité du processus décisionnel des offres publiques

8. Les offres publiques constituent un moment singulier de la vie d'une société cotée : elles organisent les conditions dans lesquelles son contrôle est susceptible d'être transféré et placent ainsi le conseil d'administration de la société visée au

cœur d'un processus qui dépasse la seule interposition entre l'initiateur et les actionnaires. Alors même que la décision ultime d'apporter leurs titres appartient aux actionnaires¹⁰, le droit des offres publiques a progressivement reconnu au conseil un rôle déterminant dans l'analyse, l'encadrement de l'opération et l'information donnée aux actionnaires.

9. Le droit des offres publiques a ainsi construit un ensemble de mécanismes destinés à garantir la qualité du processus décisionnel de la société visée. Empruntant largement au droit des sociétés, cette architecture repose principalement sur trois instruments complémentaires : le comité *ad hoc*, l'expert indépendant et l'avis motivé du conseil d'administration. Ces mécanismes poursuivent un objectif commun : permettre que la position exprimée par la société cible sur l'offre procède d'une analyse indépendante, éclairée et exempte de toute influence susceptible d'altérer l'exercice de jugement. Leur point de convergence est le conseil d'administration, qui constitue le lieu où doivent être examinées et conciliées, à l'occasion d'une opération de marché, les différentes considérations susceptibles d'affecter la société.

10. Le premier instrument de cette architecture est l'avis motivé du conseil d'administration. Prévu par le règlement général de l'AMF, il constitue l'expression formelle de la position de la société visée sur l'offre. Son contenu et les conditions de son élaboration sont précisés par l'instruction AMF DOC-2006-07, qui impose notamment au conseil de se prononcer sur l'intérêt de l'offre, ses conséquences pour la société, ses actionnaires et ses salariés. Les motivations ayant conduit le conseil d'administration à adopter sa position doivent par ailleurs être exposées et argumentées dans la note en réponse publiée par la cible, laquelle doit également présenter les éléments sur lesquels cet avis est fondé. En renforçant ainsi les exigences de motivation, l'AMF a entendu rompre avec une pratique jugée excessivement formaliste, marquée par le recours à des « *formulations quasi rituelles* »¹¹.

11. Si l'avis motivé ne lie pas les actionnaires, auxquels demeure la liberté de décider d'apporter ou non leurs titres, il participe directement à leur information et à la compréhension des enjeux de l'opération. Sa portée dépend dès lors moins de son existence formelle que des conditions dans lesquelles il a été préparé et adopté : c'est précisément pour sécuriser ce processus que le droit des offres publiques prévoit, lorsque les circonstances le justifient¹², l'intervention d'un expert indépendant et celle d'un comité *ad hoc*.

12. L'expert indépendant intervient afin d'apprécier les conditions financières de l'offre et d'éclairer le conseil sur son carac-

10 À l'exception des titres auto-détenus pour lesquels il revient au conseil d'administration de décider si oui ou non ils seront apportés à l'offre et, *in fine*, en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire.

11 Rapport du groupe de travail de l'AMF – Les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire et l'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques, septembre 2019 ; v. également C. Perchet et J.-C. Devouge, « *Expertise indépendante – Pression accrue sur les conseils d'administration* », JCP G, 21 oct. 2019, n° 43.

12 V. art. 261-1, I, RGAMF pour la désignation d'un expert indépendant et art. 261-1, III, RGAMF pour la constitution d'un comité *ad hoc*.

tère équitable¹³. Son rapport, annexé à la note en réponse de la société visée, constitue une garantie « d'objectivation » de l'analyse financière, notamment lorsque l'opération présente des caractéristiques susceptibles de faire naître des conflits d'intérêts ou que des accords connexes à l'offre sont de nature à modifier la perception du prix proposé.

13. En principe composé d'au moins trois membres et comportant une majorité de membres indépendants, le comité *ad hoc* occupe une place importante dans le dispositif d'expertise indépendante. Alors qu'auparavant l'AMF recommandait - seulement - la constitution « d'un comité d'administrateurs ou membres du conseil de surveillance indépendants pour assurer la supervision de la mission de l'expert indépendant » tout en laissant au seul conseil la tâche de choisir et désigner l'expert¹⁴, la réforme de 2020¹⁵ a consolidé le rôle attribué à ce comité en consacrant au niveau réglementaire sa compétence, notamment, en matière de proposition de l'expert indépendant en vue de sa désignation par le conseil¹⁶. Dépourvu formellement de tout pouvoir autonome de négociation, le comité *ad hoc* assure le suivi des travaux de l'expert et prépare le projet d'avis motivé appelé à être soumis au conseil d'administration¹⁷. La pratique montre cependant qu'il peut, dans certaines circonstances, adopter une attitude plus interventionniste. L'offre sur Believe (2024) en fournit une illustration, le comité ayant pris l'initiative de saisir directement l'AMF¹⁸.

14. Le rôle central du conseil n'est toutefois pas exempt de difficultés. Parce qu'il est l'organe chargé d'exprimer la position de la société cible, il est également celui dont l'indépendance et les conditions de délibération peuvent être interrogées lorsque l'opération fait naître des situations de conflits d'intérêts. C'est précisément cette centralité qui justifie la multiplication des mécanismes destinés à encadrer son intervention, tout en soulevant la question du contrôle de leur mise en œuvre.

B. Une pluralité de contrôles, sans véritable contrôle d'ensemble

15. La place centrale reconnue au conseil d'administration ne s'accompagne pas en effet d'un contrôle unifié de son intervention. La gouvernance des sociétés cotées repose en effet sur une pluralité de sources normatives et d'acteurs dont les champs d'intervention demeurent distincts.

16. Par définition, l'AMF exerce un contrôle essentiel sur la régularité de l'offre publique. Elle veille au respect des dispo-

sitions du règlement général et des principes fondamentaux du droit des offres, tels que la transparence, la loyauté de l'information et le libre jeu des offres et de leurs surenchères. Sa mission ne s'étend toutefois pas au contrôle des conditions dans lesquelles les organes sociaux délibèrent, lesquelles demeurent régies par les règles propres au droit des sociétés. Cette répartition des compétences procède de la nature même des intérêts protégés. Comme l'observe Alain Viandier, « le juge judiciaire est juge des comportements contraires au droit des sociétés et spécialement à l'intérêt social des entreprises concernées »¹⁹. Les irrégularités affectant les délibérations du conseil, y compris lorsqu'elles surviennent au cours d'une offre publique, relèvent ainsi du juge judiciaire et non de l'autorité de marché. Cette ligne de partage est aujourd'hui solidement établie par la jurisprudence. La Cour de cassation, à propos de l'offre sur APRR²⁰, puis la Cour d'appel de Paris dans les offres sur Altran²¹, EDF²² et, plus récemment, Tarkett, rappellent ainsi avec constance que le contrôle exercé par l'AMF « porte uniquement sur la conformité du projet d'offre publique aux dispositions législatives et réglementaires prévues aux articles L. 433-1 du CMF et au titre III du RGAMF »²³. Cette jurisprudence consacre ainsi une ligne de partage claire : l'AMF contrôle les conditions dans lesquelles l'offre est présentée au marché, tandis que le juge judiciaire demeure compétent pour apprécier les éventuelles irrégularités affectant le fonctionnement des organes sociaux.

17. Cette ligne de partage n'est pas sans conséquence sur le traitement contentieux des offres publiques. En distinguant les autorités compétentes selon la nature des règles invoquées, elle conduit à une dispersion des voies de recours. Les actions de droit commun demeurent ouvertes devant le juge judiciaire - notamment l'action à bref délai devant le Tribunal des activités économiques ou les procédures de référé - tandis que les décisions de conformité de l'AMF relèvent du contrôle de la Cour d'appel de Paris²⁴. L'OPAS menée par l'État sur EDF en fournit une illustration éclairante, les actionnaires minoritaires souhaitant faire échec à l'opération ayant, d'une part, contesté devant l'ancien Tribunal de commerce les conditions d'adoption de l'avis motivé et, d'autre part, formé un recours contre la décision de conformité rendue par l'AMF²⁵. Une même opération peut ainsi donner lieu à une pluralité de contentieux, juridiquement autonomes, portés devant des juridictions distinctes et soumis à des tem-

13 Art. 262-1, I, RGAMF.

14 Recommandation AMF DOC-2006-15 dans sa version applicable du 27 juillet 2010 au 9 février 2020.

15 Arrêté du 28 janvier 2020 portant homologation de modifications du règlement général de l'AMF, JORF n° 0032 du 7 févr. 2020, texte n° 27 (annexe 1).

16 Art. 261-1, III, RGAMF.

17 *Ibid.*

18 Communiqué de l'AMF du 22 mars 2024 rendant publique sa lettre adressée à la présidente du comité *ad hoc* de Believe.

19 A. Viandier, *OPA OPE et autres offres publiques*, 5ème éd., Éditions Francis Lefebvre, 2014, §243.

20 Cass. com., 21 janv. 2014, n° 12-29.475.

21 CA Paris, pôle 5 - ch. 7, 13 mars 2020, RG n° 19/189347.

22 CA Paris, pôle 5 - ch. 7, 2 mai 2023, RG n° 22/19729 (recours contre la décision de conformité de l'AMF dans le cadre de l'OPAS déposée par l'État).

23 CA Paris, pôle 5 - ch. 7, 20 nov. 2025, RG n° 25/10127 (Tarkett).

24 Les décisions de l'AMF peuvent faire l'objet d'un recours devant la Cour d'appel de Paris, dans un délai de dix jours à compter de leur publication, la juridiction devant statuer dans un délai de cinq mois (L. 621-30, al. 2, C. mon. fin., apport de la loi n° 2014-1662 du 30 décembre 2014 portant diverses dispositions d'adaptation de la législation au droit de l'Union européenne en matière économique et financière, art.10). De tels recours sont en principe non suspensifs.

25 V. également sur la possibilité d'une action devant les juridictions commerciales : F. Chevalier, « OPA sur EDF : conflit d'intérêts et avis motivé », BJS oct. 2023.

poralités différentes²⁶, sans véritable coordination. Cette dissociation soulève plusieurs interrogations. Que deviendrait par exemple une offre définitivement déclarée conforme si, postérieurement, le juge judiciaire annulait la délibération ayant adopté l'avis motivé ?

18. Ces hypothèses révèlent les difficultés d'articulation auxquelles conduit cette répartition des compétences, lesquelles sont accentuées par l'évolution même du droit des offres publiques. D'une part, l'instauration par le droit boursier des mécanismes décrits ci-avant et destinés à sécuriser le processus décisionnel s'est accompagnée d'une diversification des griefs susceptibles d'être invoqués. Chaque garde-fou devient ainsi, en retour, un objet potentiel de contestation, qu'il s'agisse de la composition du comité *ad hoc*, de l'indépendance de l'expert²⁷ ou encore des conditions d'élaboration de l'avis motivé, brouillant plus encore les frontières traditionnelles entre les différents champs de contrôle. D'autre part, la place croissante occupée par les normes de *soft law* accentue encore ce phénomène. Les recommandations du code AFEP-MEDEF occupent ainsi désormais une place essentielle dans l'appréciation de la qualité de la gouvernance des sociétés cotées et, en période d'offre, dans celle de la régularité du processus décisionnel. L'appréciation de l'indépendance des administrateurs en constitue l'exemple le plus significatif. Alors même que cette qualité conditionne la composition du comité *ad hoc* et, partant, la crédibilité du dispositif de protection, il n'est pas certain que l'AMF ou le juge judiciaire se reconnaissent compétents pour substituer leur appréciation à celle du conseil d'administration, cette qualification relevant traditionnellement de son pouvoir d'appréciation. Le Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise (HCGE), « *gardien de l'application du code AFEP-MEDEF* »²⁸, peut certes être conduit à intervenir, mais son rôle demeure toutefois limité²⁹, avec des conditions de saisines incertaines et des avis formellement dépourvus de caractère contraignant.

II - Renforcer l'effectivité du processus décisionnel : entre leviers indirects de l'AMF et évolution du comité *ad hoc*

A. Les leviers indirects d'intervention de l'AMF face aux difficultés de gouvernance

19. Le rôle précisément encadré de l'AMF, tel qu'exposé ci-avant, ne signifie pas pour autant que l'Autorité demeure étrangère aux difficultés susceptibles d'affecter la gouvernance de la société cible. Lorsque celles-ci sont susceptibles d'avoir une incidence sur le déroulement de l'offre ou sur

la qualité de l'information communiquée au marché, elles peuvent en effet être appréhendées à travers les principes qui gouvernent les offres publiques³⁰, sans que l'AMF ait à se prononcer sur leur qualification au regard du droit des sociétés. Le respect de ces principes constitue ainsi un fondement d'intervention propre, permettant à l'Autorité d'apprécier les conséquences de certaines situations de gouvernance sur le processus d'offre, sans contrôler la régularité des délibérations du conseil d'administration ni trancher les questions relevant du fonctionnement interne des organes sociaux. Lorsque de telles circonstances sont susceptibles d'affecter la transparence de l'information, la loyauté du processus ou le libre jeu des offres, elles peuvent néanmoins être prises en considération dans l'exercice de son contrôle. L'AMF n'apprécie donc pas la gouvernance en elle-même, mais l'incidence que ses éventuelles défaillances peuvent avoir sur l'intégrité du processus d'offre.

20. Cette approche, qui préserve la frontière entre contrôle de la gouvernance et contrôle de conformité de l'offre, se retrouve dans plusieurs décisions récentes. Celles-ci montrent que l'AMF peut, sans étendre sa compétence et son office, appréhender les effets qu'une situation de gouvernance est susceptible de produire sur l'équilibre de l'opération.

21. L'offre d'Altice sur SFR (2016)³¹ en fournit une première illustration. Saisie du projet d'offre publique d'échange simplifiée visant les actions SFR Group, l'AMF a relevé, après avoir pris connaissance notamment des observations d'actionnaires minoritaires, que l'initiateur indiquait envisager, lors du dépôt du projet d'offre, la mise en place, par une convention, d'une rémunération du « *modèle Altice* » auprès de SFR Group et des principales filiales opérationnelles du groupe, dont les conditions et les modalités étaient encore à l'étude au moment du dépôt du projet d'offre. L'expert indépendant relevait ainsi dans son rapport 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 « *totalement abstraction* »³². L'AMF, considérant que les objectifs et intentions de l'initiateur faisaient

26 Y. Piette, « Temps judiciaire et temps boursier, une histoire de contretemps », RDBF, 1er mai 2015, n° 3 : « Temps des opérations boursières, temps des recours judiciaires et temps des décisions de la cour d'appel de Paris, voilà trois temps qui – au contraire de la chanson de Jacques Brel – ont eu du mal à valser récemment. ».

27 V. par exemple pour un exemple récent : CA Paris, pôle 5 – ch. 7, 20 nov. 2025, RG n° 25/10127 (Tarkett).

28 O. De Brosses, « L'agenda législatif sur la gouvernance d'entreprise soutenable : le point de vue des entreprises de l'Afep », Revue internationale de droit économique, 2021, p. 109-117.

29 Sur le rôle du HCGE, v. notamment L.-M. Savatier, « La régulation de la gouvernance d'entreprise par l'AMF », Rev. Sociétés 2026, p. 203.

30 V. AMF, Précisions sur le rôle de l'Autorité des marchés financiers dans le cadre de l'offre publique initiée par Veolia sur Suez, 18 mai 2022 : « En droit français, une société dont les titres font l'objet d'une offre publique peut mettre en œuvre un très large éventail de mesures défensives, y compris des mesures susceptibles de faire échouer l'offre. Aussi étendu qu'il soit, le droit pour une société de se défendre contre une offre publique non sollicitée n'est toutefois pas absolu. Au-delà du respect de l'intérêt social, la société visée doit, comme l'initiateur, respecter certains principes fondamentaux organisant et régissant la procédure d'offre publique. [...] Les principes directeurs des offres publiques ont été consacrés par la jurisprudence, qui leur a donné une autonomie et les a approfondis, généralisés et amplifiés. La cour d'appel de Paris, qui possède une compétence de droit commun en matière d'offres publiques sous le contrôle de la Cour de cassation, a ainsi consacré depuis longtemps la portée générale et impérative de ces principes. C'est le cas notamment des principes de transparence et de libre jeu des offres et des surenchères, qui doivent présider aux déroulements des offres publiques, et du principe d'égalité et de loyauté dans la compétition [...] L'effectivité de ces principes est fermement assurée par la cour d'appel de Paris, ainsi que le rôle dévolu à l'AMF en la matière [...] » (soulignements ajoutés).

31 AMF, 5 oct. 2016, déc. n° 216C2262.

32 SFR Group, Projet de note en réponse, 5 sept. 2016, p. 57 – Extrait de la conclusion du rapport de l'expert indépendant : « Dans le projet de note d'offre, nous avons relevé l'intention de l'initiateur de mettre en place d'ici fin 2016 un « contrat de franchise » entre Altice et SFR Group au titre de la rémunération du « modèle Altice » dont bénéficie SFR Group. Compte tenu de son impact éventuel sur la valeur des deux sociétés concernées, cet élément contextuel de l'Offre sera probablement intégré par l'actionnaire minoritaire de SFR Group dans son analyse de l'Offre. Pour notre part, en l'absence d'information précise sur les modalités de calcul de la rémunération qui serait due par SFR Group, nous n'avons pas été en mesure d'intégrer le projet de contrat de franchise dans nos travaux. De ce fait, les conclusions qui suivent en font totalement abstraction. ».

état d'un projet de contrat de rémunération dont la mise en œuvre et les modalités demeuraient imprécises, dont l'impact pouvait être négatif et potentiellement significatif sur la détermination des fourchettes de parité et devait être pris en compte par les actionnaires dans leur analyse de l'offre, en a déduit que l'information mise à la disposition du marché ne pouvait être regardée comme « *complète, compréhensible et cohérente au sens des dispositions de l'article L. 621-8-1 du code monétaire et financier* »³³, justifiant une décision de non-conformité sur le fondement de l'article 231-23 du règlement général de l'AMF. Cette décision est d'autant plus remarquable que le conseil d'administration de SFR avait adopté, à l'unanimité, un avis motivé favorable à l'offre, après avoir entendu les conclusions de l'expert indépendant et du conseil financier³⁴. Sans remettre en cause la régularité de cette délibération, l'AMF a néanmoins considéré que les conditions d'information du marché faisaient obstacle à la poursuite de l'opération.

22. Le communiqué publié dans l'affaire Veolia/Suez procède d'une logique comparable³⁵. Dans ce dossier, l'AMF a été amenée à examiner non la régularité des décisions prises par les organes sociaux de Suez, ni l'opportunité des mesures de défense adoptées, mais leurs effets sur les conditions de la compétition entre acquéreurs et sur l'information délivrée au marché. Elle a ainsi considéré que la combinaison de plusieurs mesures, associée à une communication insuffisamment précise sur les caractéristiques de l'offre envisagée, était susceptible d'altérer les conditions d'une compétition loyale entre acquéreurs. L'intervention de l'AMF s'est donc inscrite sur le terrain des principes directeurs des offres publiques, en particulier ceux relatifs au libre jeu des offres et de leurs surenchères, à la transparence, à l'intégrité du marché et à la loyauté dans les transactions et la compétition³⁶.

23. Plus récemment, l'affaire Believe a confirmé cette capacité d'appréciation contextualisée. Saisie par le comité *ad hoc* à la suite de la manifestation d'intérêt d'un acquéreur concurrent, l'AMF n'a pas eu à se prononcer sur le fonctionnement de ce comité ni sur la régularité du processus décisionnel interne à la société. Elle a en revanche examiné les conséquences de cette situation au regard des principes de loyauté, de transparence et de libre jeu des offres et de leurs surenchères³⁷.

24. Ces épisodes révèlent que le contrôle de conformité opéré

par l'AMF peut, selon les circonstances, appréhender indirectement les effets, au regard du droit boursier, de certaines situations de gouvernance, sans que le régulateur ait pour autant à apprécier la régularité de la gouvernance elle-même.

B. Renforcer le rôle du comité *ad hoc* dans le processus décisionnel

25. Si le cadre actuel permet à l'AMF de disposer de certains leviers d'intervention indirects³⁸, l'enjeu peut également être recherché dans les mécanismes de gouvernance eux-mêmes, qui demeurent le principal instrument de prévention des conflits d'intérêts au sein de la société cible. Il ne s'agit donc pas tant d'étendre le contrôle externe de l'offre que de renforcer, en amont, la capacité des organes sociaux à conduire un processus décisionnel véritablement indépendant et substantiel, au-delà du respect des seules exigences formelles.

26. À cet égard, le modèle du *special committee* américain constitue une référence utile, non en ce qu'il appellerait une transposition mécanique, mais parce qu'il repose sur une conception différente du rôle de l'organe chargé d'apprécier l'opération. Le comité *ad hoc* français s'en inspire partiellement : consacré par le règlement général de l'AMF, il occupe désormais une place importante dans le processus de gouvernance des offres publiques, voyant même son recours parfois étendu, à titre volontaire, à toute autre opération ou événement significatif. Son rôle en matière d'offres demeure toutefois principalement centré sur la supervision des travaux de l'expert indépendant et la préparation de l'avis motivé du conseil, sans lui conférer de véritable compétence dans la structuration ou la négociation de l'opération.

27. Dans la pratique américaine, notamment au sein des sociétés constituées dans l'État du Delaware, le *special committee* intervient selon une logique sensiblement différente. En présence d'une situation de conflit d'intérêts, il est généralement recommandé qu'il soit constitué dès les premiers stades de l'opération, avant toute négociation substantielle, qu'il soit composé de membres indépendants et qu'il dispose d'un mandat suffisamment large pour conduire lui-même le processus. Il bénéficie à ce titre, en pratique, de ses propres conseils financiers et juridiques, d'un accès complet à l'information pertinente et, surtout, d'un véritable pouvoir de négociation, pouvant aller jusqu'au rejet de l'opération envisagée³⁹. Sa fonction ne consiste donc pas seulement à éclairer une décision déjà structurée, mais à créer les conditions d'une négociation équilibrée destinée à préserver au mieux les intérêts des actionnaires.

33 AMF, 5 oct. 2016, déc. n° 216C2262.

34 Comme le relève par ailleurs la Cour d'appel de Paris dans sa décision rejetant le recours formé par Altice contre la décision de non-conformité de l'AMF (CA Paris, pôle 5 – ch. 7, 14 mars 2017, n° 16/20478) : « 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 Accruracy, 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. ».

35 AMF, Précisions sur le rôle de l'Autorité des marchés financiers dans le cadre de l'offre publique initiée par Veolia sur Suez, 18 mai 2022.

36 *Ibid.*, v. plus précisément les explications de l'AMF relatives aux différentes mesures prises et annoncées par Suez et le consortium Ardian-GIP.

37 Lettre de l'AMF adressée à la présidente du comité *ad hoc* de Believe, 22 mars 2024.

38 V. également F. Chevalier, « OPA sur EDF : conflit d'intérêts et avis motivé », BJS oct. 2023 sur le pouvoir théorique dont disposerait l'AMF pour « [...] contraindre indirectement la société cible à organiser la tenue d'une nouvelle réunion de son organe de gouvernance, si elle estime que des informations sont manquantes ou si l'avis motivé est entaché d'irrégularités qui doivent être corrigées pour que la décision de conformité puisse être rendue. ».

39 A. R. Brownstein et al., *Use of Special Committees in Conflict Transactions*, M&A Journal, août 2019 ; F. J. Aquila, *Forming a Special Committee to Evaluate a Controlling Shareholder Transaction*, Practical Law, oct./nov. 2021 ; v. Kahn v. M&F Worldwide Corp. (Del. Mar. 14, 2014) sur les caractéristiques et pouvoirs d'un *special committee* ; v. City of Dearborn Police and Fire Revised Retirement System v. Brookfield Asset Management Inc., (Del. Mar. 25, 2024) pour un exemple en lien avec l'indépendance du *special committee*, plus précisément avec la disclosure des liens entre le *special committee* et son conseil financier.

28. Cette approche repose ainsi sur une philosophie différente de celle qui prévaut actuellement en droit français. Le comité *ad hoc* américain intervient comme un véritable acteur de la négociation, tandis que le comité français demeure principalement un organe d'examen et de recommandation. La différence ne tient donc pas uniquement aux prérogatives reconnues au comité, mais également au moment auquel il intervient dans le processus décisionnel : là où le premier participe à la construction de l'opération, le second intervient souvent une fois ses principaux paramètres économiques déjà arrêtés.

29. Une évolution pourrait dès lors consister à repenser plus largement la place du comité *ad hoc* dans le déroulement des offres publiques. Son intervention pourrait être envisagée dès la réception d'une approche suffisamment sérieuse, afin qu'il soit associé à la structuration de l'opération et non uniquement chargé d'en apprécier les caractéristiques une fois celles-ci définies. Cette évolution pourrait s'accompagner d'un renforcement de ses prérogatives, notamment par la

reconnaissance d'un rôle plus actif dans les discussions avec l'initiateur, la possibilité de recourir à des conseils financiers et juridiques indépendants ainsi qu'une réflexion renouvelée sur les modalités d'appréciation de l'indépendance de ses membres. Cette réflexion ne saurait toutefois se limiter à la seule composition du comité. L'effectivité de son intervention suppose également que les administrateurs disposent d'une compréhension suffisante des enjeux propres aux opérations de rapprochement et de restructuration, afin d'être en mesure d'exercer un véritable jugement critique sur l'opération qui leur est soumise. Une meilleure sensibilisation aux problématiques de fusions-acquisitions pourrait ainsi constituer un complément nécessaire au renforcement des exigences d'indépendance, en permettant de faire du comité *ad hoc* un véritable acteur du processus décisionnel plutôt qu'un simple garant de sa régularité formelle. L'affaire Believe a d'ailleurs montré qu'un comité *ad hoc*, même dans le cadre actuel, peut constituer un acteur susceptible d'influer concrètement sur le déroulement d'une offre lorsqu'il assume pleinement sa mission. ■