**Cour de cassation**
**chambre commerciale**
**Audience publique du 25 novembre 2014**
**N° de pourvoi: 13-21715**
ECLI:FR:CCASS:2014:CO01048
Publié au bulletin

**Rejet**

**Mme Mouillard (président), président**
SCP Barthélemy, Matuchansky, Vexliard et Poupot, SCP Spinosi et Sureau, SCP Vincent et Ohl, avocat(s)

**REPUBLIQUE FRANCAISE**
**AU NOM DU PEUPLE FRANCAIS**

LA COUR DE CASSATION, CHAMBRE COMMERCIALE, a rendu l'arrêt suivant :

Sur le moyen unique, pris en ses quatre premières branches :

Attendu, selon l'arrêt attaqué (Paris, 27 juin 2013), qu'en exécution d'un protocole d'accord conclu le 13 décembre 2011 entre la Caisse des dépôts et consignations (la CDC) et la société Icade, d'une part, la société Groupama, d'autre part, la CDC a souscrit, pour un montant de 300 millions d'euros, à une émission réservée d'actions de préférence de la société Gan Eurocourtage, filiale de la société Groupama, tandis que celle-ci a, les 30 décembre 2011 et 16 février 2012, apporté à la société Holdco SIIC (la société Holdco), contrôlée par la CDC, l'intégralité de sa participation dans la Société immobilière de location pour l'industrie et le commerce (la société Silic), opérant dans le même secteur que la société Icade, ces apports étant réalisés sur la base d'un rapport d'échange de cinq actions Icade pour quatre actions Silic ; que la CDC a, de son côté, apporté à la société Holdco l'intégralité de sa participation dans la société Icade, soit 55,58 % du capital et des droits de vote ; qu'à l'issue de ces opérations, la société Holdco contrôlait la société Icade et détenait 43,94 % du capital et des droits de vote de la société Silic ; que le 13 mars 2012, deux établissements de crédit, agissant pour le compte de la société Icade, ont, en application de l'article 234-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'AMF), déposé un projet d'offre publique d'acquisition composé d'une offre publique d'échange visant les actions Silic, par remise de cinq actions Icade à émettre pour quatre actions Silic et d'une offre publique d'achat visant les obligations à option de remboursement en numéraire et/ou en actions nouvelles et/ou existantes de la société Silic, la société Icade bénéficiant de l'engagement de la société Holdco de lui apporter la totalité des actions Silic qu'elle détenait ; que l'AMF ayant, par décision du 24 avril 2012, déclaré conforme le projet d'offre publique, la Société mutuelle d'assurance sur la vie du bâtiment et des travaux publics (la société SMAVIE BTP), détentrice de 3,97 % du capital de la société Silic, a formé un recours contre cette décision ;

Attendu que la société SMAVIE BTP fait grief à l'arrêt de rejeter son recours alors, selon le moyen :

1°/ que le prix proposé dans le cadre d'une offre publique, qui résulte d'une transaction assortie d'éléments connexes entre l'initiateur, agissant seul ou de concert, et le vendeur des titres acquis par l'initiateur au cours des douze derniers mois, est déterminé en fonction des critères d'évaluation objectifs usuellement retenus, des caractéristiques de la société visée et du marché de ses titres ; qu'en énonçant que l'article 234-6 du règlement général de l'AMF n'énumère pas trois critères autonomes de fixation du prix, indépendants les uns des autres, qui seraient constitués par des critères d'évaluation objectifs usuellement retenus, des caractéristiques de la société visée et du marché des titres mais renvoie purement et simplement à l'approche multicritères, la cour d'appel a violé l'article 234-6 du règlement général de l'AMF ;

2°/ que lorsque les titres remis en échange ne sont pas des titres liquides admis aux négociations sur un marché réglementé d'un État membre de l'Union européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen, l'offre doit comporter une option en numéraire ; qu'il en résulte que la société Holdco, société non cotée et débitrice de l'obligation de présentation d'une offre obligatoire, devait présenter une offre publique d'échange avec option en numéraire ; qu'en estimant toutefois que la seule obligation à laquelle la société Holdco et la société Icade, agissant de concert, sont tenues solidairement, consiste dans le dépôt d'une offre publique proposée aux actionnaires de la société Silic et qu'en revanche cette obligation ne s'étend pas aux modalités de l'offre, la cour d'appel a violé les articles 213-8 et 234-2 du règlement général de l'AMF ;

3°/ qu'il y a solidarité de la part des débiteurs, lorsqu'ils sont obligés à une même chose, de manière que chacun puisse être contraint pour la totalité, et que le paiement fait par un seul libère les autres envers le créancier ; qu'il en résulte que les concertistes, codébiteurs solidaires, sont tenus de déposer une offre publique selon les mêmes modalités ; qu'en permettant à Icade de se substituer à la société Holdco et de modifier les modalités de l'obligation pesant sur la société Holdco de proposer aux actionnaires une option en numéraire, la cour d'appel a violé l'article 1200 du code civil ;

4°/ que la société SMAVIE BTP faisait valoir que l'analyse multicritères adoptée par l'AMF pour évaluer les titres Icade remis en échange par l'initiateur de l'offre publique obligatoire constituait une erreur d'appréciation, en ce que la valeur de tels titres devait être déterminée par référence au cours de bourse ; qu'elle en déduisait que la parité entre les titres échangés n'était pas de 1,25 actions Icade pour une action Silic, mais était comprise entre 1,65 et 1,70 ; qu'en s'abstenant de répondre à ce moyen péremptoire, la cour d'appel a violé l'article 455 du code de procédure civile ;

Mais attendu, en premier lieu, que l'arrêt retient à bon droit que l'article 234-6, dernier alinéa, du règlement général de l'AMF n'énumère pas trois critères autonomes de fixation du prix, indépendants les uns des autres, qui seraient constitués des critères

d'évaluation objectifs usuellement retenus, des caractéristiques de la société visée et du marché des titres, mais renvoie à l'approche multicritères ;

Attendu, en deuxième lieu, que loin de violer les textes visés par les deuxième et troisième branches, la cour d'appel en a fait l'exacte application en retenant que l'obligation dont les sociétés Holdco et Icade, qui agissaient de concert, étaient solidairement tenues à la suite du franchissement par la société Holdco du seuil de 30 % du capital et des droits de vote de la société Silic consistait dans le dépôt d'une offre publique mais que cette obligation ne s'étendait pas aux modalités de l'offre ;

Attendu, encore, qu'après avoir relevé que la société SMAVIE BTP soutenait à tort que l'AMF avait commis une erreur sur la qualification exacte du fait générateur de l'obligation d'offre publique et n'avait, par suite, pas fait une correcte application des critères de détermination du prix de l'offre au regard de la réglementation boursière applicable, l'arrêt retient que le prix de l'offre a été déterminé conformément aux énonciations de l'article 234-6 du règlement général de l'AMF, après mise en oeuvre d'une analyse multicritères en raison de l'existence d'une transaction assortie d'éléments connexes ; qu'il a ainsi été répondu aux conclusions prétendument délaissées ;

D'où il suit que le moyen n'est pas fondé ;

Et attendu que les cinquième, sixième et septième branches ne sont pas de nature à permettre l'admission du pourvoi ;

PAR CES MOTIFS :

REJETTE le pourvoi ;

Condamne la Société mutuelle d'assurance sur la vie du bâtiment et des travaux publics aux dépens ;

Vu l'article 700 du code de procédure civile, rejette les demandes ;

Ainsi fait et jugé par la Cour de cassation, chambre commerciale, financière et économique, et prononcé par le président en son audience publique du vingt-cinq novembre deux mille quatorze.
MOYEN ANNEXE au présent arrêt

Moyen produit par la SCP Spinosi et Sureau, avocat aux Conseils pour la Société mutuelle d'assurance sur la vie du bâtiment et des travaux publics

Il est fait grief à l'arrêt attaqué d'avoir rejeté le recours de la société SMAvie BTP contre la décision n° 212 C0533 de l'AMF ;

Aux motifs propres que «Considérant que le code monétaire et financier dispose :

- dans le premier alinéa du I de son article L.433-3, que le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe les conditions dans lesquelles toute personne physique ou morale, actionnaire d'une société dont le siège social est établi en France, et dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé d'un Etat membre de l'Union européenne ou d'un autre Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen, agissant seule ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, venant à détenir, directement ou indirectement, plus des trois dixièmes du capital ou des droits de vote, ou détenant, directement ou indirectement, un nombre compris entre trois dixièmes et la moitié du capital ou des droits de vote et qui, en moins de douze mois consécutifs, augmente sa détention en capital ou en droits de vote d'au moins un cinquantième du capital ou des droits de vote de la société, est tenue d'en informer immédiatement l'Autorité des marchés financiers et de déposer un projet d'offre publique en vue d'acquérir une quantité déterminée des titres de la société ;

- dans le troisième alinéa du 1 de son article L.433-3 que le prix proposé doit être au moins égal au prix le plus élevé payé par l'auteur de l'offre, agissant seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, sur une période de douze mois précédant le fait générateur de l'obligation de dépôt du projet d'offre publique. 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 ;

Que le code de commerce dispose :

- en son article L. 233-10 II, que l'action de concert est présumée exister notamment entre une société et les sociétés qu'elle contrôle au sens de l'article L. 233-3 et entre des sociétés contrôlées par la même ou les mêmes personnes ;

- en son article L. 233 -10 III du que les personnes agissant de concert sont tenues solidairement aux obligations qui leurs sont faites par les lois et règlements;

Que le règlement général de l'autorité des marchés financiers énonce :

- en son article 234-2, que lorsqu'une personne physique ou morale, agissant seule ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, vient à détenir plus du tiers des titres de capital ou plus du tiers des droits de vote d'une société, elle est tenue à son initiative d'en informer immédiatement l'AMF et de déposer un projet d'offre visant la totalité du capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote, et libellé à des conditions telles qu'il puisse être déclaré conforme par l'AMF ;

- en son article 234-6, que lorsqu'un projet d'offre est déposé en application de l'article 234-2, le prix proposé doit être au moins équivalent au prix le plus élevé payé par l'initiateur, agissant seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de

commerce, sur une période de douze mois précédent le dépôt du projet d'offre ; que l'AMF peut demander ou autoriser la modification du prix proposé lorsqu'un changement manifeste des caractéristiques de la société visée ou du marché de ses titres le justifie ; qu'il en va notamment ainsi lorsque le prix mentionné résulte d'une transaction assortie d'éléments connexes entre l'initiateur, agissant seul ou de concert, et le vendeur des titres acquis par l'initiateur au cours des 12 derniers mois ; que dans ces cas ou en l'absence de transaction de l'initiateur, agissant seul ou de concert, sur les titres de la société visée au cours de la période de douze mois qui a été mentionnée. le prix est déterminée en fonction des critères d'évaluation objectifs usuellement retenus, des caractéristiques de la société visée et du marché de ses titres (soulignement ajouté) ;

- en son article 234-8 , que l'AMF peut accorder une dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique si la ou les personnes concernées justifient auprès d'elle remplir l'une des conditions énumérées à l'article 234-9 ; l'AMF se prononce après avoir examiné les circonstances dans lesquelles le ou les seuils ont été ou seront franchis, la répartition du capital et des droits de vote et les conditions dans lesquelles, le cas échéant, l'opération a fait ou fera l'objet d'une approbation par l'assemblée générale des actionnaires de la société visée ;

- en son article 234-9, que les cas dans lesquels l'AMF peut accorder une dérogation sont les suivants : 6° Détention de la majorité des droits de vote de la société par le demandeur ou par un tiers, agissant seul ou de concert 7° Opération de reclassement, où s'analysant comme un reclassement, entre sociétés ou personnes appartenant à un même groupe.» ;

Considérant qu'au soutien de son recours, l'ADAM demande à la cour d'annuler la décision de l'AMF n° 212CO533 du 24 avril 2012 au motif, tout d'abord, que l'offre n'est pas conforme aux exigences des articles L. 433- I du code monétaire et financier et 234-2 du RGAMF ; qu'elle affirme que dès lors que la déclaration de franchissement de seuils du 17 février 2012 ne mentionne pas que HOLDCO a franchi les seuils de concert avec ICADE, le franchissement par HOLDCO du seuil de 30% du capital de SILIC aurait dû être suivi, en application des dispositions susvisées, d'une offre publique d'achat, ou à tout le moins, en application de l'article 231-8 du RGAMF, d'une offre avec une option en numéraire présentée par HOLDCO ; qu'elle soutient qu'en application de l'article L. 433-3 I du CMF et du 1er alinéa de l'art. 234-6 du RGAMF, le prix de cette offre aurait dû être "au moins égal" à celui dont bénéficie Groupama, toutes composantes réunies ; que s'il est vrai que, s'agissant du prix, l'article L. 433-3 I du CMF prévoit la règle du prix "au moins égal" et renvoie au RGAMF qui, au 2' alinéa de l'article 234-6, définit trois cas de dérogations, l'AMF se réfère à l'article 234-6 de son règlement mais sans préciser l'alinéa qui est visé ; qu'en fait, il ne peut s'agir que du 1er alinéa qui évoque "un prix au moins équivalent au prix le plus élevé payé par l'initiateur de l'offre" dès lors que, dans le cas contraire, la Décision n'aurait pas manqué, d'une part, de mentionner laquelle des trois exceptions permettant de déroger au principe du "prix le plus élevé" elle a entendu mettre en oeuvre et, d'autre part, de justifier ce qui pouvait permettre cette dérogation ;

qu'en tout cas elle ne pouvait pas viser le 3ème cas de dérogation, dès lors qu'elle considère que l'incidence de l'opération connexe entre GROUPAMA et la CDC n'est pas établie ; en déclarant conforme une offre publique d'échange sur la base d'une parité fondée sur une analyse multicritères alors que, s'agissant d'une offre obligatoire., seule était possible une OPA à un prix "au moins égal" à celui bénéficiant à Groupama, 1 'AMF a violé l'article L. 433- I du code monétaire et financier et le premier alinéa de l'article 234-6 du RGAMF ;

Que la requérante soutient, ensuite, que la Décision encourt également l'annulation en ce que l'offre s'intègre dans une opération complexe, ce qui porte atteinte au libre jeu des offres et de surenchères et à l'égalité de traitement des actionnaires ;

Que, dans le contexte caractérisé par l'annonce, dans le communiqué du 13 décembre 2011, la prise de contrôle de SILIC par CDC, du fait de l'apport par GROUPAMA à HOLDCO de sa participation, est liée à la souscription par la CDC, à hauteur de 300 millions d'euros, à une émission d'actions de préférence par GEC, filiale de GROUPAMA, la requérante rappelle, s'agissant de l'atteinte au libre jeu des surenchères :

- que l'apport de 300 millions d'euros à des conditions privilégiées à sa filiale EC était vital pour GROUPAMA qui se trouvait en grande difficulté ;

- que, de fait, seule la CDC pouvait prendre le risque de l'apport en fonds propres nécessaire à Groupama ;

- que l'accord complexe entre Groupama et la CDC et son découpage a annihilé toute perspective de surenchère ;

- qu'il n'était pas possible de remettre en cause le sauvetage de Groupama ;

- que le "découpage" de l'opération en plusieurs tranches excluait, de fait, toute surenchère ;

Que, sur l'atteinte apportée à l'égalité des actionnaires en violation des dispositions de l'article L. 433- I du code monétaire et financier et de l'article 231-3 du RGAMF, du fait de l'existence de deux opérations liées, la requérante rappelle :

- que, dès leur communiqué commun du 13 décembre 2011, GROUPAMA et la CDC ont fait le lien entre la prise de contrôle de SILIC par la CDC et l'apport de 300 millions d'euros par la CDC à GEC, filiale de Groupama ;

- que, par communiqué du 15 mars 2012, Groupama confirme que ces deux opérations

étaient nécessaires pour lui permettre de respecter sa marge de solvabilité au 31 décembre 2011, contrairement à ce que BMA indique dans son rapport critiquable, d'une part, en ce qu'il compare des situations qui ne sont pas comparables -d'un côté Groupama qui ne respecte pas sa marge de solvabilité sans l'aide de la CDC et, de l'autre côté, les banques et les compagnies d'assurances - et, d'autre part, en ce qu'il considère que la CDC a consenti un simple engagement de souscription, évalué à 6,9 millions d'euros, alors qu'à la date de son rapport il était certain que l'apport par la CDC de 300 millions d'euros serait effectif ;

- que les lacunes du rapport de BMA ne permettent pas, en l'état, de valoriser l'avantage résultant pour Groupama de 1"opération connexe" ;

qu'il est néanmoins certain que cet avantage, compte tenu de sa valeur, ne pourrait pas être considéré "sans impact significatif' ainsi que l'énonce BMA ;

- qu'en liant deux opérations, la CDC a voulu contrebalancer, par une acquisition dans des conditions avantageuses de SILIC, le risque pris sur GEC et que si tel n'était pas le cas, on ne conçoit pas qu'elle ait exigé que les deux opérations soient liées et même concomitantes ;

- que la valorisation de SILIC, acceptée par Groupama, ne pouvait pour autant être imposée aux autres actionnaires ;

Que l'ADAM soutient, au surplus, que le montage qui a permis à GROUPAMA de bénéficier d'un prix de 103,68 euros et non de 79 euros par action SILIC porte également atteinte à l'égalité des actionnaires dès lors que, en dehors même du lien avec l'apport en capital à GEC, GROUPAMA bénéficie d'une valeur d'apport supérieure à celle résultant de la parité d'échange que l'AMF entend imposer aux autres actionnaires de SILIC, ainsi que cela résulte des rapports des commissaires aux apports sur l'apport à HOLDCO SIIC d'actions ICADE, et sur l'apport à HOLDCO SIIC d'actions SILIC ; qu'alors que le principe de l'égalité des actionnaires et les dispositions du 3ème alinéa de l'article L433 I du CMF imposent pourtant que les autres actionnaires de SILIC bénéficient au moins du même prix, les propres comptes consolidés de GROUPAMA révèlent que, en dehors même de l'avantage résultant pour elle de l'apport par la CDC de 300 millions d'euros GEC à des conditions hors marché, elle a réussi à céder sa participation dans SILIC sur la base de l'actif net réévaluée, avantage précisément refusé aux actionnaires minoritaires ;

Que l'ADAM fait également valoir que l'AMF a commis une erreur manifeste d'appréciation en se fondant sur le rapport de l'expert indépendant pour apprécier la conformité de l'offre, en raison des lacunes de ce rapport ; qu'en effet :

- les deux notes d'information publiées laissent entendre qu'ICADE et SILIC sont des

sociétés foncières parfaitement comparables, ce qui n'est pas le cas en l'espèce (l'activité foncière d'ICADE est, en termes d'emplois, largement minoritaire) ;

- BMA occulte le fait que le contrôle de la CDC sur ICADE n'est pas équivalent à celui de Groupama sur SILIC : du fait de son contrôle absolu par la CDC (55,58%), ICADE appartient au secteur public ce qui n'est pas le cas de SILIC, par ailleurs société opéable, à la différence d'ICADE ;

- si BMA s'est interrogé sur "1' opération connexe" (l'apport de 300 millions d'euros par la CDC à GEC, filiale de Groupama), il a omis d'analyser les conditions de cession par GROUPAMA de sa participation dans SILIC, alors qu'il lui appartenait d'examiner la transaction au regard du principe de l'égalité de traitement des actionnaires et que, ne l'ayant pas fait, il n'était pas fondé à conclure à l'équité de l'offre pour les actionnaires minoritaires par rapport à Groupama, actionnaire majoritaire ;

- l'expert indépendant écarte de manière injustifiée la méthode des "transactions comparables" au seul motif que "les dernières opérations concernant des sociétés foncières consistent en des offres publiques d'achat" ;

- BMA a minimisé le risque fiscal propre à ICADE résultant d'un contentieux fiscal qu'il retient pour 90 millions d'euros alors que, selon les commissaires aux apports, ce contentieux porte, en réalité, sur 204 millions ;

- comme il a été dit, le rapport de BMA manque totalement de pertinence quant à l'analyse et l'évaluation de "l'opération connexe" ;

- qu'alors que, dans sa note en réponse, le conseil d'administration de SILIC se félicite, à l'appui de son avis favorable, de l'importance des réserves foncières cumulées", BMA les écarte cependant, alors qu'il aurait dû en tenir compte intégralement ; que, si ICADE ne prend pas en compte les réserves foncières non concernées par des projets de développement à moins de 5 ans, c'est probablement qu'elle ne détient pas de telles réserves ; que, pourtant, les réserves foncières fondent le développement d'une société foncière et sont prises en compte par les investisseurs qui achètent des actions de sociétés foncières ; que, dès lors, si des réserves foncières existent, il convient d'en tenir compte intégralement et qu'en s'alignant sur la pratique d'ICADE, BMA a manqué à son devoir d'impartialité ;

Considérant que l'ADAM affirme aussi que la note d'information d'ICADE n'est, ni complète, ni cohérente avec l'information donnée par ailleurs aux actionnaires de SILIC et qu'en accordant son visa sans demander la correction de cette note, l'AMF a commis une erreur manifeste d'appréciation qui porte atteinte à la régularité de la décision litigieuse ; qu'en effet, la note d'information encourt des critiques en ce qui concerne :

- les caractéristiques de SILIC et d'ICADE, qui ne sont pas des sociétés comparables ;

- le fait que le franchissement des seuils légaux du capital de SILIC serait intervenu de concert avec la CDC et sa filiale ICADE ;

- le changement d'intention de l' initiateur qui aurait dû être porté à la connaissance du public ;

- la référence à une parité de fusion inférieure qui constitue une pression injustifiée sur les actionnaires de SILIC afin de les contraindre à apporter leurs titres à l'offre en question ;

Que la requérante prétend, enfin, que la note d'information de SILIC encourt les mêmes reproches de défaut de cohérence, dès lors :

- qu'alors que SILIC était informée que la souscription des actions de préférence de GEC n'était pas une hypothèse mais une certitude, le conseil d'administration n'a évoqué qu'une souscription "éventuelle" de sorte que l'AMF aurait dû exiger une modification sur ce point ;

- que l'action ICADE n'étant pas éligible au PEA, les actionnaires de SILIC doivent, pour apporter leurs actions à l'offre, soit clôturer leur PEA, soit effectuer un versement d'un montant égal à la valeur des actions SILIC apportées, ce qui revient à vendre les actions ICADE reçues en échange ; que, cependant, cet aspect de l'offre n'est pas abordé dans l'avis donné par le conseil de SILIC qui, sous le titre "intérêt de l'offre pour les actionnaires", ne présente que des points positifs, disqualifiant ainsi cet avis ;

Considérant que la société SMAVIE BTP demande à la Cour

--de constater que le rapport de l'expert indépendant contient des erreurs manifestes de et que l'avis motivé du conseil d'administration de SILIC est entaché de vices constitutifs d'une violation de l'article 231-19 du RGAMF ;

- de constater que l'AMF a commis une erreur manifeste d'appréciation en considérant que les opérations d'apport constituaient une transaction répondant aux conditions de l'article 234-6 alinéa 1 du RGAMF, en reconnaissant la parité invoquée par l'initiateur de l'offre et en ne prenant pas en compte l'existence d'éléments connexes et leur évaluation

- de constater le défaut de motivation de la Décision en violation de l'article 231-23 du RGAMF ;

- en conséquence, d'annuler la décision de conformité n°212CO533 en date du 24 avril

2012 par laquelle l'AMF a prononcé la conformité du projet d'offre publique visant les actions et les Ornanes de la société SILIC, déposée par BNP Paribas et Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, agissant pour le compte de la société anonyme ICADE, en application de l'article 234-2 du RGAMF,

- de dire et juger que le projet de note d'information d'ICADE et le projet de note en réponse de SILIC ne pouvaient être visées par l'AMF,

- de dire et juger que l'initiateur devra procéder à une nouvelle évaluation des titres SILIC sur la base d'une évaluation multicritères autonome en tenant compte des caractéristiques de la société et du marché du titre conformément au dernier alinéa de l'art. 234-6 du RGAMF afin d'assurer le principe d'égalité entre les actionnaires ;

- de dire et juger que cette nouvelle évaluation devra être augmentée de l'évaluation de l'ensemble des avantages directs et indirects dont a bénéficié Groupama dans le cadre de l'opération d'apport des actions SILIC et des opérations connexes relatives à la souscription effective des actions de préférence de GEC ;

- dire et juger que la valeur des titres ICADE remis en paiement sera déterminée par référence à son cours de bourse ;

- dire et juger que l'offre publique obligatoire devra être présentée dans un délai de 3 mois à compter du jour ou l'arrêt de la cour deviendra exécutoire ;

- dire et juger que toute disposition devra être prise par l'AMF au regard du calendrier de l'offre et de ses modalités pour que les points qui précèdent puissent être effectivement mis en oeuvre ;

Considérant que SMAVIE BTP demande en premier lieu à la cour de prononcer l'annulation de la décision déférée au motif que le collège de AMF a commis une erreur manifeste d'appréciation en ne reconnaissant pas l'existence ou l'étendue d'avantages connexes significatifs accordés à Groupama, situation constitutive d'une violation au principe d'égalité de traitement des actionnaires ;

Que la requérante affirme que, lors de l'examen de la conformité de l'offre publique obligatoire, l'AMF aurait dû constater l'octroi d'avantages à GROUPAMA et demander une révision du prix de l'offre publique obligatoire pour les apprécier à leur juste valeur ; qu'en effet, l'analyse des opérations d'apport en question révèle au profit de GROUPAMA des avantages dont les actionnaires minoritaires ne profitent pas et qui ont pu passer inaperçus en raison de la complexité des opérations conduisant à l'obligation de dépôt d'offre publique ;

Que, selon SMAVIE BTP, c'est la substitution d'ICADE aux fins de présentation de l'offre

qui a entraîné une rupture d'égalité dans les conséquences de la prise de contrôle entre les actionnaires de SILIC et GROUPAMA, d'une part, et les actionnaires minoritaires, d'autre part; que la requérante rappelle

- que l'offre publique initiée par ICADE sur les titres SILIC est une offre obligatoire trouvant son origine dans le franchissement par HOLDCO SIIC du seuil de 30 % du capital et des droits de vote de SILIC à la suite de l'apport à son profit des titres détenus par Groupama et que c'est HOLDCO SIIC qui a procédé à la déclaration de ce franchissement de seuils;

- qu'aux termes de l'article 234-2 du RGAMF, l'une des personnes déclarant agir de concert peut cependant présenter l'offre publique obligatoire, dès lors qu'aux termes de l'article L. 233-10 du code de commerce les personnes agissant de concert sont tenues solidairement aux obligations qui leur sont faites par les lois et règlements ;

Que cependant, selon la requérante, il n'en demeure pas moins qu'au regard des principes fixés par les articles 1213 et 1214 du code civil qui régissent ta solidarité, le fait qu'ICADE se soit substituée à HOLDCO SIIC pour lancer l'offre publique obligatoire ne change rien au fait que c'est HOLDCO SIIC qui était la débitrice de l'obligation et, qu'en conséquence, le fait générateur de l'obligation doit s'apprécier exclusivement à son niveau, point qui appellera des développements supplémentaires au regard du fait que le prix reçu par les minoritaires de SILIC n'est pas égal à celui reçu par GROUPAMA ; qu'en outre, HOLDCO SIIC, qui n'était pas cotée, ne pouvait, en application des dispositions de l'article 2318 du RGAMF, présenter une OPE avec remise de ses propres titres qu'avec une option en numéraire et que si ICADE pouvait présenter cette offre au lieu et place de HOLDCO SIIC, elle ne pouvait cependant modifier la structure de l'obligation du débiteur ; qu'alternativement, HOLDCO SIIC pouvait, puisqu'elle avait déjà bénéficié de l'apport des titres ICADE, qui sont cotés, assumer elle-même l'offre publique d'échange en remettant en dation en paiement les titres ICADE détenus à son bilan, approche qui aurait imposé le dépôt d'une demande de dérogation à l'AMF pour franchissement du seuil de contrôle d' ICADE à la baisse suivie du franchissement de seuil à la hausse lors de l'apport de SILIC à ICADE par HOLDCO SIIC ;

Que, toutefois, selon la requérante, la compréhension de l'opération "non contractée" permet de percevoir les erreurs d'appréciation relatives à la détermination du prix de l'offre obligatoire et la rupture d'égalité entre actionnaires de SILIC ; qu'en effet, GROUPAMA a bénéficié à la fois d'une rémunération directe et d'une rémunération indirecte de ses apports à HOLDCO SIIC constituée par la constatation d'une prime d'apport venant augmenter ses fonds propres ; que la rupture d'égalité entre actionnaires trouve ainsi son origine dans l'attribution à GROUPAMA d'actions HOLDCO SIIC dont la valeur n'est pas identique à celle des actions ICADE que pourraient recevoir

les actionnaires minoritaires de SILIC et que cette différence entre ce qui devait être reçu et ce qui a été remis grâce à la substitution de présentateur de l'offre n'a pas été intégrée dans la valorisation retenue ; qu'en effet, l'analyse des traités d'apport des titres ICADE par la CDC et SILIC par Groupama a permis d'identifier un avantage considérable pour Groupama provenant de la constatation au bilan d'HOLDCO SIIC d'une prime d'apport correspondant à un écart d'acquisition négatif résultant de la différence entre la valeur d'apport et la valeur retenue pour la rémunération de l'apport des titres d'ICADE ; que cette prime d'apport, qui revient de droit aux actionnaires, représente un enjeu financier considérable puisqu'elle augmente la valeur des actions d'HOLDCO SIIC pour GROUPAMA de près d'un tiers de la seule valeur des titres SILIC apportés sur la base de la valeur réelle reconnue ; que ce transfert de valeur a été délibéré, puisque en application du règlement comptable du 4 mai 2004, l'apport devait être réalisé sur la base de la valeur nette comptable des actions apportées telle que figurant dans les comptes sociaux de la CDC à la date de réalisation de l'opération ; que cette valeur nette comptable correspondait à la valeur d'utilité des titres d' ICADE pour la CDC ainsi que cela est confirmé par le traité d'apport ; que, cependant, bien que la valeur nette comptable des actions ICADE apportées se soit élevée à 2 586 122 901 euros dans les comptes de la CDC, un écart d'évaluation négatif a été constaté pour les besoins de la rémunération de l'apport à hauteur de 759 944 491 euros parce que la valeur réelle de l'apport a été évaluée à 1 826 178 409,60 euros ; qu'ainsi, les actions ICADE ont été inscrites dans les livres de HOLDCO SIIC à leur valeur comptable d'origine, soit 2 586 122 901,13 euros mais cet apport a été rémunéré en actions HOLDCO SIICC à hauteur de 1 826 178 409,60 euros, le supplément d'apport de 739 944 491,53 euros étant constaté en prime d'apport ; que GROUPAMA bénéficie donc de 25 % de cette prime d'apport de 760 millions d' euros, soit la somme de 190 000 000 euros par le jeu de la consolidation, les 75 % restant étant consolidés dans les comptes de la CDC, l'avantage s'élevant ainsi à 24,68 euros par action SILIC apportée, conclusion qui a été reconnue par GROUPAMA dans son communiqué de presse du 15 mars 2012; que si, ainsi que l'indique l'AMF dans sa Décision, l'impact fiscal pour un actionnaire n'a pas à être pris en compte, il n'en est pas de même du complément de rémunération par transfert d'une quote-part de fonds propres à l'occasion de la création d'une "joint-venture" appelant la qualification de rémunération indirecte du partenaire, étant observé que cet avantage connexe a été identifié par les experts financiers - HSBC et Société Générale - ayant travaillé sur l'opération qui, dans leurs rapports sur l'opération présentés au conseil d'administration, appréhendent l'impact positif de l'opération sur le ratio de solvabilité de GROUPAMA ; que seul BMA ne s'est pas prononcé sur la question de la création de la prime d'apport, étant précisé qu'en raison de la substitution ICADE à HOLDCO SIIC comme présentateur de l'offre, son mandat ne mentionnait pas l'avantage conféré à GROUPAMA, compte tenu de l'ignorance du conseil d'administration de SILIC des modalités réelles du montage de HOLDCO SIIC fin décembre 2012 ; qu'en effet, il résulte de la lettre de mission de BMA que le seul élément connexe qui avait été identifié était l'émission des actions de préférence ; qu'en écartant, dans sa Décision, la «prise en compte des situations comptables et fiscales particulières des parties à la transaction » comme « inopérantes », l'AMF a commis une erreur manifeste d'appréciation en ignorant la distinction entre la méthode de fixation du

prix de l'offre par l'approche multicritères préconisée par l'art, 234-6 du RGAMF et lé maintien de l'égalité entre actionnaires en application de l'art. 231-1 du RGAMF qui requiert de prendre en compte toute rémunération ou avantage indirect conféré à un actionnaire donné ; qu'en outre, ce raisonnement ne peut être appliqué en l'espèce, puisque c'est la parité telle qu'elle ressort des apports à HOLDCO SIIC qui a été proposée comme prix d'offre par l'initiateur ; que, cependant, cette parité devait prendre en compte toutes les rémunérations directes et indirectes de l'apport qui ont été accordés en contrepartie ; que, dès lors, SMAVIE BTP demande à la cour de constater que l'existence de la prime d'apport, résultant de la reconnaissance de l'écart d'acquisition négatif, qui a été acquise par GROUPAMA constitue une atteinte au principe d'égalité entre les actionnaires et qu'en refusant d'en tenir compte dans le calcul du prix devant être offert aux actionnaires minoritaires, l'AMF a commis une erreur manifeste d'appréciation ;

Que la requérante demande en conséquence à la cour d'annuler la décision entreprise et de dire que l'offre qui devra être présentée à l'AMF devra prendre en compte la quote-part de la prime d'apport accordée à GROUPAMA en augmentant son montant à hauteur de 24,68 euros par action SILIC à retenir pour le calcul de la parité d'échange ;

Considérant que SMAVIE BTP reproche aussi à l'AMF d'avoir commis une erreur d'évaluation de l'avantage connexe, cette fois-ci identifié, relatif à la souscription d'actions de préférence de GEC, en raison tant d'une évaluation fondée sur une information erronée que sur une sous-estimation de l'avantage résultant de la souscription des actions de préférence ;

Qu'en effet, l'évaluation a été fondée sur une information erronée, dès lors que le rapport de l'expert indépendant a considéré que les actions de préférence n'avaient pas vocation à être émises compte tenu du processus de cession de GEC mis en oeuvre par Groupama; que les communications de la CDC et Groupama pouvaient en effet laisser croire qu'un processus de cession était sur le point d'aboutir et que les actions de préférence ne seraient pas émises tant que ce processus serait en oeuvre et que la divulgation -inhabituelle - des candidats acquéreurs ne rendait la cession que plus probable et donc l'émission des actions de préférence inutile ; qu'aux termes du pacte signé le 15 février 2012, qui n'a fait l'objet d'aucune divulgation, il apparaissait ainsi que les actions de préférence ne seraient pas souscrites avant une période de 6 mois à compter du 16 février 2012 ; qu'ainsi, au regard, en particulier, de l'évolution des versions de la note d'information de ICADE, toutes les évaluations ont été fondées sur l'hypothèse selon laquelle les actions ne seraient jamais souscrites et qu'il s'agissait d'une simple option accordée à GROUPAMA « à titre de garantie » ; que, cependant, l'évaluation d'une option "improbable" ne peut en aucun cas être équivalente à celle d'un avantage qui, en réalité, avait été effectivement octroyé dès le 28 février 2012, étant par surcroît précisé que ces fonds sont alors acquis pour une durée très significative

puisque ces actions ne peuvent pas être rachetées avant 5 ans et sans accord des autorités de contrôle ;

Que, s'agissant de la sous-estimation de l' avantage résultant de la souscription des actions de préférence, SMAVIE BTP précise que l'avantage réel résultant de la souscription de ces titres est égal à la totalité de la somme en cause, soit 300 millions d'euros, puisque cette souscription est prise en compte pour le calcul du ratio de solvabilité ; que l'avantage résultant du renforcement des fonds propres au regard du ratio de solvabilité a été acquis par Groupama "d'un point de vue juridique" le jour de l'exercice de la demande de souscription et donc presque simultanément à la date de réalisation du fait générateur de l'offre publique obligatoire, soit le 28 février 2012 ; que, dans son rapport, non seulement BMA ne prend pas en compte ces éléments et ignore que la souscription a été décidée deux semaines avant son rapport mais encore, tout en constatant qu'il n'existe pas de produit financier de même nature, utilise néanmoins des comparables qui ne permettent pas une évaluation pertinente des conditions de rémunération des actions de préférence émises par GEC;

Que SMAVIE BTP souligne encore une sous-estimation du montant de renforcement des fonds propres résultant d'une méconnaissance des règles de calcul des ratios prudentiels des assureurs ; que la requérante expose que l'expert indépendant s'est interrogé sur la question de "savoir si le seul engagement de souscription des AP a pu constituer un avantage pouvant s'assimiler à un complément de prix pour GROUPAMA ayant un impact significatif sur la parité" puisqu'il ignore que la souscription a été décidée le 28 février 2012 ; que la requérante rappelle que, selon l'expert, deux éléments entrent en compte pour apprécier l'existence d'un tel avantage :

- l'existence d'un risque « pouvant peser sur la poursuite de l'activité de Groupama au point de vue prudentiel » ;

- l'existence d'un risque qui « menaçait une partie de son fonds de commerce consécutivement à l'abaissement de la notation financière du groupe » ;

Que cependant, l'expert, estimant, sur la seule base d'une affirmation du directeur général de GROUPAMA, que seule la déconsolidation de SILIC était nécessaire au rétablissement du ratio de solvabilité de la compagnie d'assurances, répond par la négative à ces deux questions et conclut à l'inexistence d'un avantage significatif pour GROUPAMA, le seul avantage identifiable mais non significatif, étant constitué par l'absence de rémunération de l'engagement de souscription de GROUPAMA ; que, cependant, a contrario, en cas d'existence avérée d'un risque pouvant peser sur la poursuite de l'activité d'un point de vue prudentiel pour GROUPAMA, il faut conclure à l'existence d'un avantage significatif; qu' un tel risque existait car, fin 2011, la seule déconsolidation de SILIC n'était pas suffisante pour permettre à Groupama de respecter

ses ratios de solvabilité et que la cession d'autres actifs, parmi lesquels GEC, dans de bonnes conditions financières était et reste un objectif stratégique vital pour GROUPAMA ; qu'en effet, compte tenu de ses difficultés financières et de ses obligations réglementaires de respecter, dans les comptes consolidés de son groupe, le ratio prudentiel de solvabilité minimum, Groupama se voyait dans l'obligation, pour le rétablir, de vendre des actifs et/ou d'augmenter ses fonds propres ou celui de ses filiales ; que cet engagement de souscription et l'émission des actions de préférence avaient deux avantages : augmenter ses fonds propres et donc le ratio de solvabilité « consolidé » de Groupama et lui donner du temps supplémentaire pour améliorer les conditions de cessions d'actifs jugés potentiellement cessibles ; que l'importance de ces actions de préférence se mesure d'ailleurs à la rapidité avec laquelle Groupama a exercé l'option dont elle disposait et qu'elle se reflète aussi dans ses comptes annuels 2011 qui démontrent dans une partie "solvabilité /endettement" que ces actions de préférence étaient nécessaires au respect du ratio de 100 % imposé par l'ACP ; que l'importance pour GROUPAMA des actions de préférence était telle, qu'elles ont été émises dès le 14 mars 2012, alors qu'un processus de cession de GEC était apparemment engagé, de sorte que leur évaluation est, en réalité, bien supérieure; que l'avantage ainsi consenti à GROUPAMA peut être évalué à 130 millions d'euros, soit 19 euros par titre ou encore 21 % de la valeur d'apport de SILIC à HOLDCO SI1C et non pas 6,9 18 millions d'euros comme évalué par l'expert indépendant dans son rapport; que, dès lors, Groupama a bénéficié à titre personnel de très importants avantages constituant une rupture du principe d'égal traitement entre actionnaires et qu'en décidant ainsi, s'agissant des, actions de préférence, que l'existence d'un" transfert de valeur au détriment des actionnaires minoritaires de SILIC n'était pas établie, l'AMF a commis une erreur manifeste d'appréciation qui doit conduire à l'annulation de la Décision déférée et à une nouvelle évaluation des titres SILIC tenant compte de l'ensemble des avantages directs et indirects dont a bénéficié GROUPAMA dans le cadre de l'opération d'apport des actions SILIC;

Considérant que la requérante reproche en deuxième lieu à l'AMF d'avoir commis une erreur manifeste d'appréciation en ce qui concerne la qualification exacte du fait générateur de l'obligation d'offre publique obligatoire et, en conséquence, les critères de détermination du prix de l'offre au regard de la réglementation applicable ;

Qu'elle fait ainsi valoir qu'alors que, dans leur communication au public, la CDC, ICADE et GROUPAMA évoquent un "rapprochement d'entreprises", base sur laquelle l'AMF a prononcé la conformité, il s'agit, en réalité, d'une prise de contrôle classique de SILIC par GROUPAMA et que ces deux types d'opérations né se font pas habituellement au même prix; que, cependant, l'AMF a prononcé la conformité de l'offre d'ICADE sur la base d'un rapprochement industriel d'ICADE et SILIC alors qu'il aurait fallu l'examiner comme une prise de contrôle de SILIC par ICADE ;

Que SMA VIE BTP affirme, tout d'abord, que, compte tenu des opérations à partir desquelles la parité proposée par ICADE a été déterminée et de l'existence d'opérations connexes, les conditions de l'article 234-6 alinéa I du RGAMF ne sont pas remplies et que la parité issue des apports de titres à HOLDCO SIIC proposée par ICADE ne pouvait être retenue comme parité dans l'offre publique obligatoire initiée par ICADE; qu'elle soutient que la parité proposée pour l'offre obligatoire est, en réalité, une parité implicite issue de la combinaison de trois opérations d'apport susvisées et que les évaluations multicritères qui ont été mises en oeuvre avant le 12 mars 2012 avaient pour but de valider le caractère acceptable de cette parité ; que, cependant, une telle parité ne pouvait être utilisée comme prix de l'offre publique obligatoire dans la mesure où elle ne répond pas aux critères du 1er alinéa de l'art 234-6 du RGAMF ; qu'en effet, la parité proposée par ICADE ne répond à aucune définition légale puisqu'elle a été dégagée à partir de la "photographie" a posteriori d'un ensemble de trois opérations liées et complexes alors qu'il ressort de ce texte que plusieurs conditions doivent être réunies pour qu'un initiateur puisse considérer qu'il dispose d'un prix applicable à ladite offre ; qu'alors qu'il doit ainsi s'agir d'un prix issu d'une opération unique, la valeur des titres ICADE qui a été retenue est celle de l'apport par la CDC à HOLDCO SIIC de ses titres ICADE, alors que la valeur des titres SILIC a été celle retenue pour les deux apports par GROUPAMA de ses titres SILIC à HOLDCO SIIC, soit trois opérations conjointes et, en apparence symétriques car les rémunérations pour les deux actionnaires de ces trois opérations ne résultent pas de la seule émission des actions visées aux traités ; qu'ainsi il ne peut y avoir une "parité d'échange", dès lors que trois opérations d'apport ont eu lieu de façon séparée par des acteurs différents ;

Que la requérante soutient aussi que la parité proposée par ICADE ne pouvait être retenue dans la mesure où l'existence d'éléments connexes - engagement de souscription de la CDC aux actions de préférence émises par le GEC disqualifient la parité retenu; de sorte que le prix de l'offre devait nécessairement être déterminé par application du dernier alinéa de l'article 234-6 du RGAMF et non du premier alinéa de cet article ;

Que SMAVIE BTP affirme qu'en conséquence le prix de l'offre publique obligatoire devait être déterminé en fonction des trois critères autonomes visés par le dernier alinéa de l'article 234-6 du RGAMF et que l'initiateur et ses banques évaluatrices auraient dû procéder à une évaluation des titres SILIC totalement détachée de la parité proposée, laquelle ne correspondait à aucune réalité juridique et financière et qu'ils auraient dû fixer un prix de façon autonome et ce en fonction des objectifs poursuivis par le texte applicable, soit désintéresser les minoritaires à la suite d'une prise de contrôle et des critères spécifiques qui y sont fixés ;

Que, selon la requérante, l'AMF aurait du mettre en oeuvre un premier critère constitué par l'analyse multicritère objective pour la valorisation des titre SILIC de façon

autonome ; qu'en l'absence de prix équitable de référence, il appartenait à l'initiateur de déterminer le prix des actions SILIC dans le cadre d'une offre publique obligatoire "en fonction des critères d'évaluation usuels", à l'exclusion de la parité proposée qui ne découlait d'aucune opération juridique puisqu'elle résulte artificiellement d'un montage complexe ; qu'ainsi, en application dernier alinéa de Part. 234-6 du RGAMF, les évaluateurs auraient dû fixer un prix de façon autonome et ce en fonction des objectifs de protection de actionnaires minoritaires à la suite d'une prise de contrôle ; que l'approche prévue par ce texte aurait dû conduire à appliquer les primes habituellement accordées dans les offres publiques et notamment à constater l'existence d'une prime de contrôle compte tenu du contexte et de la nature de l'offre, une telle approche étant totalement différente de celle retenue pour une offre publique volontaire proposée aux actionnaires qui sont véritablement libres de l'accepter ou de la rejeter ; qu'en l'absence d'une telle évaluation, l'expert indépendant se borne à ne pas rejeter la parité proposée tout en constatant que l'offre est "peu généreuse", soit une erreur de méthode et une erreur d'appréciation qui se retrouve dans la Décision déférée : " qu'à supposer que les circonstances qui entourent la négociation sur la cession de sa participation dans SILIC par Groupama au bénéfice de HOLDCO SIIC amènent à disqualifier celle-ci pour l'appréciation de la parité d'échange, il n'en demeure pas moins que l'analyse multicritères rend cette parité acceptable, notamment sur le fondement du critère de l'actif net réévalué particulièrement adapté compte tenu de l'activité des sociétés en présence " ; que l'AMF ne tire pas les conséquences légales de la présence d'éléments connexes et appréhende l'analyse multicritères simplement comme un moyen de justifier et confirmer la parité retenue, alors qu'elle devrait être destinée à déterminer le « prix équitable » du aux actionnaires minoritaires ;

Que la requérante ajoute, qu'en outre, la prise en compte, au titre du deuxième critère, des "caractéristiques de la société visée" - STUC - aurait conduit à donner une part prépondérante à une valorisation fondée sur l'actif net réévalué, l'expert indépendant reconnaissant que l'ANR EPRA triple net constitue "la méthode de place privilégiée pour l'évaluation des sociétés foncières" ; qu'à cet SMAVIE BTP, met en exergue les appréciations du cabinet Fairness qui critique le calcul de l'ANR de SILIC à partir de chiffres reposant sur " une évaluation extrêmement prudente de ses réserves foncières ", sans prendre en compte la valeur du marché, la sous-évaluation ayant même été relevée par les commissaires aux apports ;

Que SMAVIE BTP fait aussi valoir que la mise en oeuvre du troisième critère, constitué par la prise en compte du marché des titres SILIC, aurait conduit à évaluer l'inégalité prévue au regard de la liquidité du titre entre, d'une part, Groupama, qui bénéficiera directement, au niveau de ses titres HOLDCO STIC de clauses de liquidité et d'autre part, les actionnaires minoritaires de SILIC n'apportant pas à l'offre qui ne bénéficieront plus d'aucune liquidité et verront même probablement les titres radiés de la cote ; qu'en effet, dans sa note d'information, ICADE indique qu'elle envisage la possibilité d'une fusion avec SILIC à l'issue de l'offre publique en menaçant implicitement dans son projet

de note de l'information publié le 15 mars 2012 la réalisation de la fusion à une parité inférieure à celle de l'offre ; qu'en effet, s'agissant d'une offre publique obligatoire faisant suite à une prise de contrôle, non seulement les actionnaires minoritaires sont victimes d'une dévalorisation définitive du titre SILIC et sont, par surcroît, exposés au risque d'une sortie de la cote ; que l'analyse du marché du titre imposé par la réglementation conduit à appliquer pour la détermination du prix les mêmes approches que pour un retrait obligatoire; qu'a cet égard, c'est une offre publique de retrait obligatoire qui avait été annoncée par ICADE dans ses déclarations d'intention et qui a été prise en compte pendant tous les travaux des experts, évaluateurs et administrateurs ; que parallèlement, la décision de l'AMI' comporte une erreur d'appréciation en ce qu'elle indique qu'un "lock-up de trente mois "est "imposé" à GROUPAMA et qu'aucun prix de sortie n'est garanti, ni clause de complément de prix au bénéfice de GROUPAMA alors que c'est la situation inverse qui résulte de la description de la clause de liquidité contenue au rapport de BMA, puisque GROUPAMA bénéficie d'une option de liquidités et que le prix sera calculé en transparence avec le cours de bourse de ICADE ; que, selon la requérante, il en résulte que si la décote du cours de bourse par rapport à l'ANR est "rattrapée" dans les années-à venir, GROUPAMA bénéficiera d'un complément de prix en numéraire pour "sa sortie définitive des foncières" et que la détention d'une participation minoritaire sans droits politiques significatifs dans HOLDCO SIIC équivaut à un certificat de valeur garantie ou à une clause de complément de prix ;

Que SMAVIE BTP fait encore valoir que l'analyse multicritères ne peut pas concerner l'évaluation des titres ICADE dont la valeur doit être déterminée par référence au cours de bourse; qu'en effet, l'art. 234-6 dernier alinéa du RGAMF et l'utilisation de l'analyse multicritères a pour finalité de déterminer de façon autonome le prix par action de l'offre obligatoire et non la valeur du titre remis dans le cadre d'une offre publique d'échange ; que ce n'est que lorsque le prix de l'offre obligatoire est déterminé que la modalité de paiement peut être envisagée par remise de titres détenus par l'initiateur dite, au strict plan juridique, «dation en paiement » ; que l'actionnaire minoritaire qui ne souhaiterait pas détenir des actions ICADE doit avoir la capacité de céder sur le marché les actions reçues dans un délai raisonnable pour recueillir en espèces la contrevaleur reconnue des titres cédés dans le cadre de offre publique obligatoire ; que, dès lors, les titres doivent obligatoirement être évalués et figurer au bilan de l'actionnaire minoritaire à leur cours de bourse et non pas à la valeur des titres contre lesquels ils sont échangés ; évaluer le titre remis en fonction de la même méthode multicritères que pour le titre acquis procède d'une qualification inexacte de l'opération elle- même qui provient de la confusion résultant du fait qu'ICADE s'est substituée à HOLDCO SIIC pour présenter l'offre publique obligatoire ; que le débiteur de l'opération est devenu HOLDCO SIIC, qui est libre d'opter pour une remise de titres ICADE qui figurent à son bilan, puisqu'il s'agit d'une filiale ; que le fait qu'ICADE réalise l'offre publique à la place d'HOLDCO SIIC pour réaliser en même temps un reclassement intragroupe des titres SILIC sous ICADE sans que la CDC puisse prendre le risque de perdre le contrôle d'ICADE n'a aucune influence sur la qualification de l'opération qui, en fait, constitue une remise en paiement de titre ICADE aux minoritaires de SILIC par HOLDCO SIIC ; que la valeur des titres ICADE pris

en compte pour calculer la parité fondée sur la moyenne du cours de bourse des dernières semaines s'établirait autour de 60 euros, ce qui aboutirait à modifier de manière significative la parité offerte aux actionnaires minoritaires de SILIC si la valeur des titres SILIC était déterminée par référence à l'ANR ; qu'en effet, en prenant en compte l'ANR de SILIC et le cours de bourse d'ICADE, la parité d'échange serait alors comprise entre 1,65 et 1,70 actions ICADE pour une action SILIC, bien loin donc de la parité de 1,25 proposée dans l'offre publique obligatoire ; que la conclusion de l'AMF dans sa décision, après avoir constaté qu'une "analyse multicritère a été mise en oeuvre par les banques évaluatrices sur la base de critères homogènes", indique que la mise en oeuvre d'une analyse multicritère dans le cadre d'une offre publique d'échange" doit s'effectuer de manière homogène, critère contre critère" constitue ainsi une erreur d'appréciation de la méthode applicable de détermination du prix d'offre obligatoire résultant en fait d'une erreur de qualification du générateur de cette obligation ; que seule l'appréciation d'une offre publique d'échange volontaire - véritable opération d'échange au sens de "rapprochement", ainsi que l'analyse parfaitement le règlement comptable de 2004 relatif aux différentes opérations de rapprochement - fusion jointventure - justifierait cette affirmation ;

Considérant que SMAVIE BTP demande en tout état de cause à la Cour d'annuler la Décision annulée en raison tant des erreurs manifestes qui affectent le rapport de l'expert indépendant que des irrégularités entachant la procédure d'obtention de l'avis motivé du conseil d'administration de SILIC sur le projet de note en réponse de cette société; que la requérante fait ainsi valoir:

- d'une part, que le rapport de l'expert indépendant comprend des inexactitudes juridiques et factuelles qui l'ont conduit à des erreurs manifestes d'appréciation, en particulier en ce que n'ayant pas eu connaissance de la décision de GROUPAMA de demander la souscription des actions de préférence en date du 28 février 2012, il a établi son rapport sur la base d'informations manifestement erronées ;

- d'autre part, qu'en application de l'instruction n° 2006-08 du 25 janvier 2006 de l'AMF et de sa recommandation en date du 28 septembre 2006, la finalité du rapport d'expertise est de permettre au conseil d'administration de la société visée "d'apprécier les conditions financières de l'offre afin de rendre un avis motivé " et de "veiller au bon déroulement de la mission d'expertise " ;

Que, cependant, la procédure suivie pour la mise en oeuvre de la réglementation boursière en cause est entachée d'irrégularités qui ont conduit à un rapport d'expertise comprenant des inexactitudes et dont la version définitive n'a été rendue qu'après la réunion du conseil d'administration s'étant prononcé sur l'offre ; qu'il en résulte que l'avis motivé du conseil d'administration est entaché de vices et ne peut donc être considéré comme conforme à l'art. 231-19 du RGAMF ; que, dès lors, le projet de note en réponse

de SILIC est irrégulier et ne pouvait être visé par PAMF, ce qui interdisait de prononcer une décision de conformité concernant l'offre présentée par ICADE ;

Que SMAVIE BTP demande enfin à la cour d'annuler la Décision qui ne répond pas aux exigences de motivation des articles 231-21 et 231-23 du RGAMF ; que, selon la requérante, le défaut de motivation résulte :

- d'une part, de la substitution d'ICADE à HOLDCO SIIC comme initiateur de l'offre qui a eu pour conséquence de priver les actionnaires minoritaires de SILIC de la possibilité .de bénéficier d'un volet en numéraire et permettre à. la CDC d'accorder des avantages à Groupama seule, en violation du principe d'égalité entre actionnaires ; que, dès lors, l'identité de l'initiateur revêtait une importance particulière et que cette substitution de l'initiateur, particulièrement défavorable aux actionnaires minoritaires de SILIC devait faire l'objet d'une attention particulière et une justification exhaustive de la part de l'AMF ; qu'ainsi, en ne justifiant pas les raisons ayant motivé la substitution, l'AMF ne permet pas aux actionnaires minoritaires et à la cour, dans le cadre du recours dont elle saisie, de se prononcer sur l'opération déclarée conforme et méconnaît son obligation de motivation ;

- d'autre part, de l'absence d'analyse du profit complémentaire accordé à GROUPAMA et de l'absence de prise en compte de l'avantage résultant de l'opération connexe de souscription des actions de préférence, ainsi que de l'absence d'appréciation concrète des critères d'évaluation retenus dans les évaluations multicritères réalisées ;

En ce qui concerne la validité d'une offre initiée par la société ICADE

Considérant que, contrairement à ce qui est soutenu, la déclaration de franchissement du seuil de 30 % du capital de la société SILIC par la société HOLDCO SIIC en date du 17 février 2012 par laquelle cette société a déclaré le franchissement du seuil de 30 % déclenchant l'offre obligatoire, mentionne bien que" la société HOLDCO SIIC, sa société mère la CDC et sa filiale la société ICADE déclarent être de concert" ; qu'au surplus, la CDC, la société HOLDCO SIIC et la société ICADE étaient, en application des dispositions du II de l'article L. 233-10 du code de commerce, présumées agir de concert, dès lors que la société ICADE, dont le capital et les droits de vote sont détenus à hauteur de 55,58 % par la société HOLDCO SIIC était, au sens des dispositions de l'article L. 233- 3 du code de commerce, contrôlée par cette société, dont le capital est lui-même détenu par la CDC à hauteur de 75,07 % qui, au sens de ce même texte, la contrôle ;

Considérant qu'en application du III de l'article L. 233-10 du code de commerce, la CDC, la société HOLDCO SIIC et la société ICADE étaient ainsi tenues solidairement, à titre

principal, aux obligations qui leur sont faites par les lois et règlements soit, en l'occurrence, la présentation d'une offre publique en raison du franchissement par la société HOLDCO SIIC, détenant 43,95 % du capital et des droits de vote de SILIC, du seuil de 30 % du capital et des droits de vote de cette société, peu important que le seuil de 30 % ait été franchi par la société HOLDCO SIIC ;

Considérant qu'en raison de la solidarité découlant de l'action de concert, la satiété ICADE était en droit de déposer elle-même, au même titre et au même rang que la CDC ou la société HOLDCO SIIC, l'offre publique visant les titres de la société SILIC, dans des conditions qui sont ainsi exclusives d'une substitution d'une société débitrice à une autre prétendument à l'origine d'une rupture de l'égalité des actionnaires minoritaires de la société SILIC, principe qui, au cas d'espèce, s'apprécie exclusivement au regard de la contrepartie qui leur est offerte par comparaison à celle dont bénéficie GROUPAMA et non au regard de l'auteur de l'offre ;

Que, dès lors, le moyen n'est pas fondé ;

En ce qui concerne la validité d'une offre réalisée sous la forme d'une offre publique d'échange ;

Considérant que c'est également à tort que l'ADAM soutient, qu'en tout état de cause, la société ICADE était tenue de proposer aux actionnaires minoritaires de la société SILIC une offre publique d'achat à un prix au moins égal à celui dont GROUPAMA avait bénéficié dans le cadre de l'apport à la société HOLDCO SIIC ou, à tout le moins, en application de l'article 231-8 du RGAMF, une offre publique d'échange avec une option en numéraire ;

Considérant, en effet, que les dispositions précitées du troisième alinéa de l'article L. 433-3 I du code monétaire et financier, en ce qu'elles prévoient, de manière générale, que toute personne venant seule ou de concert à franchir le seuil de 30 % du capital et des droits de vote est tenue de " déposer un projet d'offre publique" n'exclut ainsi aucune catégorie d'offre publique qui, dès lors, pouvait aussi bien être une offre publique d'achat qu'une offre publique d'échange ou encore toute combinaison de ces deux types d'offres ;

Considérant que c'est également en vain que l'ADAM affirme par surcroît que, dans leur rédaction résultant de la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010, les dispositions de l'article L. 433-3 I du code de commerce interdisent à l'initiateur le dépôt d'une offre publique d'échange et lui imposent désormais le dépôt d'une offre d'achat ;

Considérant qu'il est vrai que les dispositions de L. 433-3 1 du code monétaire et financier telles que modifiées par la loi n° 3010.1246 du 22 octobre 2010 prévoient, désormais, que "le prix proposé doit être au moins égal " au prix le plus élevé payé par l'initiateur au cours de la période de référence, alors que L. 433-3 I du code monétaire et financier indiquait, jusqu'alors, que le prix de l'offre devait être « au moins équivalent au prix le plus élevé » payé par l'initiateur au cours de la période de référence (soulignements ajoutés) ;

Considérant, cependant, que la requérante ne se prévaut d'aucune référence aux travaux parlementaires lui permettant d'affirmer utilement qu'à l'occasion de cette modification, le législateur aurait manifesté la volonté d'interdire désormais la réalisation, jusqu'alors possible, d'une offre publique sous forme d'offre publique d'échange ; qu'à l'opposé, il résulte des travaux parlementaires que la modification introduite n'emporte aucun changement sur le fond, dès lors qu'elle tendait seulement à l'adoption d'une expression répondant de manière plus précise aux exigences de la directive 2004125/CE du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition qui prévoyait qu'était considéré" comme le prix équitable le prix le plus élevé payé pour les mêmes titres par l'offrant (...) de six mois au minimum à douze mois au maximum précédant l'offre "; qu'il suffit ainsi de se référer au rapport du sénateur Marini

" Votre rapporteur s'est également interrogé sur la pertinence de la nouvelle définition du prix équitable, en tant que "prix égal" plutôt "qu'équivalent" au prix le plus élevé payé par l'auteur de l'offre. La notion d'équivalence a l'intérêt de faire clairement référence aux offres mixtes ou en titres. Ces offres ne sont pas pour autant compromises par le recours au "prix égal" dans la mesure où la valeur des titres proposée dans l'offre peut être aisément confrontée au cours le plus élevé observé durant la période douze mois. La lettre de la directive OPA est également mieux respectée" (Rapport au Sénat ri° 703 enregistré à la Présidence du Sénat le 14 septembre 2010, p. 309, Pièce 12);

Que ce n'est qu'au surplus que la cour observe que, ainsi que le fait utilement valoir la société ICADE, une telle interdiction, qui ne pouvait, par surcroît, être opérée de manière implicite, aurait, à tout le moins, nécessité une modification de certaines dispositions du Règlement général de l'AMF ;

Considérant, sur l'option en numéraire proprement dite, qu'il suffit de rappeler que l'initiateur d'une offre est contraint de proposer une contrepartie en espèces, au moins à titre d'option, notamment dans l'hypothèse où il a acquis en numéraire, seul ou de concert, des actions de la société cible au cours des 12 mois précédant le dépôt de l'offre, ainsi que le prévoit l'article 231-8 du RGAMF :

”L’offrant peut proposer comme contrepartie des titres, des espèces ou une combinaison des deux. (...) En tout état de cause, l’offrant propose, au moins à titre d’option, une contrepartie en espèces lorsque lui-même ou des personnes agissant de concert avec lui, au cours d’une période 12 mois et prenant fin à l’expiration de la période d’acceptation de l’offre, ont acquis contre des espèces des titres conférant 5 % ou plus droits de vote, de la société visée” (soulignement ajouté) ;

Considérant que les titres de la société SILIC acquis par la société HOLDCO SIIC l’ayant été par voie d’apports, l’option en numéraire n’était pas offerte à l’initiateur ; que ce n’est qu’au surplus que la cour observe qu’il n’est pas sérieusement soutenu que les deux autres hypothèses dans lesquelles une option en numéraire est prévue - titres remis en échange ne présentant pas la caractéristique de titres liquides admis aux négociations sur un marché réglementé ou encore retrait obligatoire - seraient réunies en l’espèce, tant au regard des caractéristiques des actions ICADE, admises sur Euronext Paris, compartiment A, qui bénéficient d’une liquidité suffisante, que du fait qu’il ne s’agit pas d’un retrait obligatoire ;

Considérant que, de son côté, la société SMAVIE BTP n’est pas non plus fondée à soutenir que la société ICADE était, de toute façon, tenue de présenter pour le compte du concert une offre publique d’échange avec option en numéraire, soit sous la forme imposée à la société HOLDCO SIIC, débitrice de l’obligation de présentation d’une offre, dont les titres ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé ;

Considérant, en effet, que la seule obligation à laquelle la société HOLDCO SIIC et la société ICADE, agissant de concert, sont tenues solidairement, consiste dans le dépôt d’une offre publique proposée aux actionnaires de la société SMIC et, qu’en revanche, cette obligation ne s’étend pas aux modalités de l’offre ; que ce n’est qu’au surplus que la cour observe, qu’en tout état de cause, s’il est vrai, qu’au regard de ses caractéristiques, la société HOLDCO SIIC ne pouvait pas offrir ses propres titres en échange, elle aurait pu de toute façon offrir des titres d’une société tierce détenus en portefeuille ou à émettre ou encore des titres d’une société contrôlée soit, en l’espèce, proposer d’échanger elle-même des titres SMIC contre des actions ICADE ;

Que le moyen sera rejeté ;

En ce qui concerne les éléments d’appréciation de l’expert indépendant et des établissements évaluateurs sur les rapports d’échange :

Considérant, à ce stade, qu’il convient de rappeler de manière précise les éléments

d'appréciation de l'expert indépendant et des banques présentatrices qui ont conduit l'Autorité à déclarer conforme le projet d'offre publique au regard d'une parité proposée au titre de l'offre d'échange de cinq actions ICADE (coupon attaché) pour quatre actions SILIC (coupon attaché), c'est à dire égale, par transparence, à la parité retenue pour les opérations d'apports génératrices de l'obligation de dépôt de l'offre publique aux-termes de l'article 234-2 du RGAMF;

Considérant qu'il n'est ni contesté, ni contestable, que lorsque, comme au cas d'espèce, l'offre obligatoire s'inscrit dans un cadre complexe impliquant des opérations connexes, l'article 234-6 du RGAMF prévoit, en substance, que le prix de l'offre doit être déconnecté des relations qui existent entre l'initiateur ou les personnes agissant de concert avec lui et le cédant du bloc à l'origine de l'obligation de dépôt d'une offre publique et que, lorsque le prix offert est conforté par une évaluation résultant d'une approche multicritères, ce prix peut alors être déclaré conforme à la réglementation boursière par l'AMF ;

Considérant qu'au regard de la question soulevée, au cas d'espèce, par la pertinence de la référence à la transaction principale en raison de la transaction connexe aux termes de laquelle la CDC a souscrit à une augmentation de capital de Gan Eurocourtage, BNP Paribas et Crédit Agricole CIB, les banques présentatrices mandatées par ICADE, ont mis en oeuvre une approche multicritères sur la base de critères homogènes ; que c'est dans ces conditions que les deux établissements précités ont recouru à six approches différentes :

- l'approche par référence à la parité d'échange retenue pour les apports d'actions STUC réalisés par GROUPAMA au profit de la société HOLDCO SIIC qui correspond, par transparence, à la parité proposée dans le cadre de l'offre ;

- l'approche par les cours de bourse historiques des actions de la société ICADE et de la société SIL1C sur les 12 derniers mois en date des 24 novembre 2011 et 9 mars 2012 qui "fait ressortir des primes de 1,4 Vo, 4, 5% et 7,4 % par rapport à la moyenne des cours pondérés par les volumes des transactions sur un, trois et six mois précédant le 24 novembre 2011, soit le dernier jour avant la publication d'articles de presse sur l'offre" ;

- l'approche par les objectifs de cours de bourse des analystes de marché, qui fait ressortir, pour la parité de l'offre d'échange, une prime de 6,1% sur la parité induite par cette méthode;

- l'approche par l'actif net réévalué triple net EPRA (European Public Real Estate Association) d'ICADE et de SILIC, indicateur qui, généralement utilisé pour les sociétés foncières, traduit la valeur de marché -. hors droits - du patrimoine immobilier, en prenant également en compte la valeur de marché des instruments de couverture et de

la dette à taux fixe, aboutissant à une parité qui 'fait ressortir respectivement au 30 juin 2011 et au 31 décembre 2011 des primes de 2,3 % et de 4,3 %" ;

- l'approche par les dividendes proposés par les deux sociétés au titre de l'exercice 2011;

- l'approche par les cash-flows courants par actions publiés par les deux sociétés au titre de l'exercice 2011 est estimé par les analystes financiers pour les années 2012 et 2013;

Qu'en revanche, les évaluateurs ont exclu la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponible (DCF), estimée redondante avec la méthode de l'ANR, le Price Earning Ratio (PER) qui impliquerait des retraitements tels qu'ils aboutiraient à un agrégat équivalent au cash-flow courants et, enfin, les méthodes analogiques constituées par les transactions comparables pertinentes - offres en titres - et les comparables boursiers;

Considérant que le cabinet BMA, expert indépendant nommé conformément à l'article 261-1 I du RGAMF, qui a procédé à une évaluation des titres visés par le projet d'offre initié par ICADE sur les titres SILIC a, pour sa part:

- retenu les parités issues de la mise en oeuvre de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie pour la société ICADE et la société SILIC ;

- retenu les comparables boursiers ;

- effectué en outre des travaux additionnels sur la base des ANR EPRA tels que publiés par ICADE et SILIC ;

- calculé les primes ou décotes retenues pour chaque critère ;

Que l'expert indépendant, qui a également analysé les conditions de l'émission des actions de préférence GAN Eurocourtage au bénéfice de la CDC conclut son rapport en ces termes :

" Nous avons examiné l'opération de souscription des AP devant être émises par GEC et souscrites par CDC à hauteur de 300 M. euros, afin de déterminer si elle conduisait, in fine, à octroyer un complément de prix à GROUPAMA de nature à remettre en cause l'égalité de traitement des actionnaires de la société SMIC, en analysant les deux situations pouvant se présenter l'une dans laquelle les AP sont souscrites aux conditions prévues, l'autre dans laquelle les AP ne sont pas souscrites.

Si les AP sont souscrites, le rendement de 15 % attendu par CDC, qui n'est pas incohérent avec les rentabilités observées lors d'opérations comparables, combiné aux mécanismes de protection de son investissement, nous font considérer que CDC a préservé ses intérêts et que Groupama n'a pas bénéficié d'un traitement lui conférant un avantage pouvant être assimilé à un complément de prix (..)

Par ailleurs quel que soit le sort des AP GEC, l'opération conduit Groupama bloquer sa participation SILIC dans une entité non cotée dans laquelle Groupama est minoritaire, pour une période de 30 mois à l'issue de laquelle sa liquidité est restreinte, situation pénalisante par rapport à celle des autres actionnaires de SILIC, qu'ils aillent ou non à l'échange.

Enfin et de manière plus générale, il nous apparaît que l'offre, qui présente des primes comprises entre 0,6 % et 7,7 % (pour les seules méthodes principales), n'est certes pas généreuse pour les actionnaires de SILIC, s'agissant d'une opération pouvant conduire l'initiateur à obtenir le contrôle de droits de la société. Il convient néanmoins de souligner qu'elle intervient dans un contexte de marché dégradé et marqué par une incertitude importante quant à l'évolution des conditions économiques, voire fiscales et quant à l'accès aux ressources de financement. Le rapprochement des deux sociétés contribue à la création d'une entreprise leader sur son marché, dotée d'un profil boursier plus attractif et adossée à une institution financière de premier plan.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que les termes de l'offre publique d'échange et de l'offre publique d'achat proposant : - un rapport d'échange de cinq actions ICADE coupon attaché à émettre pour quatre actions SILIC coupon attaché,

- un rapport d'échange de cinq actions CADE` coupon détaché (actions ICADE jouissance 2012) à émettre pour quatre actions SILIC créées en 2012 (action SILIC jouissance 2012) et

- le prix de 125,79 euros par ORNANE SILIC

sont équitables, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires et pour les porteurs d'ORNANES de la société SILIC" ;

Considérant, enfin, que la direction générale de SILIC a mandaté la Société Générale et que, de son côté, le conseil d'administration de SILIC a mandaté la banque HSBC afin de l'assister dans l'analyse de l'opération et l'examen des rapports de l'expert indépendant et de la Société Générale ainsi que la rédaction de l'avis motivé devant figurer dans la note en réponse et de fournir au conseil d'administration de SILIC un avis financier sur les termes de l'offre, en prenant en compte la transaction entre la CDC et

GROUPAMA impliquant un investissement potentiel de la CDC en actions de préférence émise par GEC ;

Qu'il suffit de rappeler

- que le rapport de la Société Générale, qui a conduit sa propre analyse multicritères, énonce que la "parité de 1,25 action ICADE pour une action SILIC est en ligne avec les méthodes d'évaluation retenues" ;

que, pour sa part, HSBC indique que "les conditions de l'investissement potentiel de la CDC dans GEC n'entraînent pas d'avantage pour GROUPAMA susceptible de remettre en cause l'égalité des actionnaires" et considère que " l'offre d'échange est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de SILIC" ;

En ce qui concerne le respect des principes de libre jeu des offres et des surenchères et d'égalité de traitement des actionnaires

Considérant, sur le respect du principe de libre jeu des offres et des surenchères, que l'ADAM n'est pas fondée à soutenir que "l'accord complexe" entre GROUPAMA et la CDC et "le découpage de l'opération en plusieurs tranches" caractérisé notamment par le fait que l'investissement de 300 millions dans GEC était conditionné à l'apport de la participation de GROUPAMA dans SILIC, auraient, en pratique, alors que, selon elle, il n'était pas possible de remettre en cause le sauvetage de GROUPAMA, annihilé toute perspective d'enchère d'un acquéreur éventuel ;

Considérant, en effet, ainsi que le fait valoir l'Autorité dans ses observations, que s'il est vrai que la conclusion de l'accord conclu entre GROUPAMA et la CDC rendait peu probable une éventuelle offre concurrente, il suffit de constater qu'aucun texte n'imposait pour autant à l'actionnaire exerçant le contrôle de mettre en oeuvre, au regard de l'accord en question, un processus d'enchère à l'occasion de la vente d'un bloc d'actions, cet actionnaire étant en effet libre de choisir, parmi les propositions qui lui étaient faites, celles du nouvel actionnaire majoritaire ; que ce n'est qu'au surplus que la cour observe qu'il ressort de toute façon des constatations du rapport d'expertise " qu'entre le 4 novembre 2011 et le 4 décembre 2011, date à laquelle GROUPAMA a confirmé les négociations en cours avec la CDC , GROUPAMA n'a eu connaissance, via ses conseils, que de contacts préliminaires avec les acquéreurs potentiels en vue d'une prise de participation minoritaire dans SILIC et suggérant des prix dont le cours de bourse constituait un maximum."; (Soulignement ajouté) ;

Considérant que les requérantes ne démontrent pas non plus que l'offre porterait

atteinte à l'égalité de traitement des actionnaires en raison, d'une part, de la souscription des actions de préférence (AP) pour 300 millions d'euros et, d'autre part, de la constatation d'une prime d'apport ;

Considérant, s'agissant en premier lieu de la souscription par la CDC des actions de préférence GAN Eurocourtage, que SMAVIE BTP fait vainement grief à l'expert indépendant de ne pas avoir correctement apprécié l'avantage conféré par la CDC à GROUPAMA en se fondant sur une information erronée tenant au caractère incertain de la souscription, puisqu'il résulte de la simple lecture des conclusions précitées de son rapport, que BMA a bien analysé les deux situations qui pouvaient se présenter- soit une souscription ou une non souscription-' étant observé que la souscription des titres en question est intervenue le 14 mars 2012, soit postérieurement à la signature de son rapport ;

Considérant que la requérante n'est pas non plus fondée à soutenir que l'expert indépendant aurait sous-estimé l'avantage réel conféré à GROUPAMA du fait de la souscription des actions de préférence en raison d'une incorrecte évaluation tant du montant de l'avantage que des caractéristiques des titres, remboursables au bout de cinq ans, ainsi que de leur rendement et en raison du fait que l'opération de souscription des AP était nécessaire au respect par GROUPAMA des règles de ratios prudentiels ;

Considérant, sur l'estimation globale de l'avantage, que SMAVIE BTP n'est pas en droit de soutenir que cet avantage doit être estimé à 300 millions d'euros dès lors, qu'à l'évidence, une rémunération est attachée à ces actions de préférence dont la valeur ne peut par ailleurs être tenue pour nulle ; que, s'agissant plus spécialement de l'appréciation du rendement de ces titres, les éléments précis et circonstanciés du rapport de l'expert indépendant permettent également de s'assurer qu'il était fondé à conclure que " le rendement attendu des AP GEC (15 %) s'inscrit dans le haut de la fourchette des rémunérations attendues pour des Instruments considérés comme proches " ; qu'en effet, alors qu'il n'existe aucun produit financier de même nature sur le marché et que GEC n'a pas émis de titres de dette susceptibles de servir de point de comparaison, l'experte bien procédé à une observation des titres les plus comparables sur le marché (émission de titres super subordonnés et d'actions de préférence des banques françaises souscrites par la Société de Financement de l'Economie Française (SFEF) et la société de prise de participation de l 'Etat (SPPE), dettes dites "mezzanine", titres émis par les établissements de bancassurances américains, anglais et suisses, émissions d'obligations à haut rendement effectuées depuis le 4ème trimestre 2011, évaluation sur la base d'obligations perpétuelles GROUPAMA Tier 1 et d'obligations perpétuelles CNP Tier 1) ; qu'au surplus, c'est à tort que les requérantes prétendent que le taux de rendement des actions de préférence GEC aurait dû être de 43 % qui correspond au taux appliqué aux rendements des core Tier 1 des établissements bancaires et aux obligations perpétuelles de Groupama dès lors que, ainsi que le fait valoir l'AMF dans ses observations déposées devant la cour, les droits très particuliers

accordés au bénéfice de la CDC justifient la différence de taux observée par rapport au rendement de ces cinq instruments financiers ; qu'en effet, les calculs proposés ne prennent pas en compte les droits de protection spécifique attachés aux actions de préférence qui permettent notamment à la CDC, en cas de dégradation de la situation financière de Groupama / GEC, de provoquer la cession de GEC pour obtenir le remboursement des actions de préférence et, en cas de non-remboursement du montant investi à partir de la cinquième année, de convertir les actions de préférence en actions ordinaires de GEC, à des conditions telles que la CDC est susceptible d'en obtenir le contrôle exclusif;

Considérant que SMAVIE BTP n'est pas non plus en droit de soutenir, en substance, que GROUPAMA aurait, en réalité, été contrainte de céder ses titres dans SILIC dans des conditions financières désavantageuses afin de pouvoir bénéficier des actions de préférence de GEC qui étaient indispensables au regard des exigences formulées par autorités chargées du contrôle prudentiel en ce qui concerne le respect par GROUPAMA des ratios de solvabilité ;

Considérant que l'argumentation de la requérante sur ce point repose, pour l'essentiel sur les appréciations du rapport de l'expert indépendant qui, s'agissant du risque pesant sur la marge de solvabilité de GROUPAMA, précise que "seule la déconsolidation de la société SILIC, hors opération AP GEC, se révélait donc indispensable au 31 décembre 2011" ; que, selon SMAVIE BTP, cela signifierait, " a contrario, qu'en cas d'existence avérée d'un risque pouvant peser sur la poursuite des activités d'un point de vue prudentiel pour Groupama, il faut conclure à l'existence d'un avantage significatif ";

Considérant, cependant, que l'expert indépendant achève ainsi son analyse du risque pesant sur la marge de solvabilité, en indiquant ; "A cet égard, précisons que nous avons pas pu nous assurer directement de ces affirmations, les comptes annuels de Groupama n'étant pas arrêtés au jour de l'émission de notre rapport. Si tel n'était pas le cas, les AP seraient en tout état de cause souscrites dans des conditions financières qui j ne conduisent pas à accorder un avantage à Groupama" ;

Considérant que ce n'est qu'au surplus que la cour relève que, quand bien même la souscription des actions de préférence GEC aurait été indispensable au respect par GROUPAMA des règles de ratios prudentiels, cet élément ne serait pas de nature à compromettre l'attestation d'équité de l'expert indépendant puisqu'en tout état de cause, la souscription des actions de préférence GEC par la CDC a été réalisée à des conditions usuelles de marché et que GROUPAMA n'a bénéficié d'aucun avantage particulier dans le cadre de cette transaction ; qu'en outre, ainsi que l'expose utilement ICADE dans ses écritures, la souscription des AP présentait un intérêt pour la CDC compte tenu des caractéristiques et de la rémunération de ces titres qui viennent d'être

évoquées et que, selon les termes du rapport de Fairness Finance dont la requérante entend pourtant se prévaloir, la situation de GEC, société émettrice, n'est pas, au regard des ratios prudentiels, celle de GROUPAMA ;

Considérant dès lors, qu'il n'est pas établi que la souscription par la CDC des actions de préférence GEC aurait dissimulé un transfert de valeur susceptible de porter atteinte au principe d'égalité de traitement des actionnaires minoritaires de SILIC et que, dans ces conditions, l'AMF a, sans commettre l'erreur d'appréciation qui lui est imputée, exactement constaté que la transaction incriminée n'était pas de nature à mettre en cause la conformité du projet d'offre ;

Que le moyen sera écarté ;

Considérant, en second lieu, sur la constatation par la société HOLDCO SIIC d'une prime d'apport, que c'est à tort que SMAVIE BTP invoque l'existence d'une rémunération indirecte sous forme d'une telle prime qui aurait contribué à augmenter les fonds propres de GROUPAMA, en procédant pour cela à un rapprochement d'écritures comptables chez HOLDCO SIIC d'une part, et chez GROUPAMA, d'autre part, et que c'est également à tort que l'ADAM affirme, de son côté, que GROUPAMA a bénéficié d'un prix de 103,68 euros et non de 79 euros par action SILIC ;

Considérant qu'il est rappelé, concernant en premier lieu la comptabilisation de l'apport chez HOLDCO SIIC, que le protocole d'accord conclu le 13 décembre 2011 entre la CDC et GROUPAMA prévoyait plusieurs opérations d'apport, réalisées sur la base d'une parité de 5 actions ICADE pour actions SILIC, en vertu desquelles :

- GROUPAMA devait apporter à HOLDCO SIIC un premier bloc d'actions STUC représentant 6,5 % du capital - que, le même jour, la CDC devait apporter à HOLDCO SIIC la totalité de sa participation dans ICADE ;

- que, postérieurement à ces opérations, GROUPAMA devait apporter à HOLDCO SIIC le solde de sa participation de 37,45 % dans SILIC ;

Considérant que, conformément à ces accords, le 30 décembre 2011,HOLDCO SIIC a reçu en apport de GROUPAMA 6,5 % du capital de SILIC et en apport de la CDC 55,58 % du capital d'ICADE , soit l'intégralité de sa participation dans cette société ;

Que, dans le cadre de cette opération, le traité d'apport du 22 décembre 2011 conclu entre la CDC et HOLDCO SIIC stipule que les 28 895 228 actions représentant 55,58 %

du capital d'ICADE ont été évaluées à un montant de I 826 178 409,60 euros correspondant à leur valeur réelle déterminée conformément aux méthodes de valorisation multicritères traditionnellement utilisées dans le cadre de la valorisation de sociétés immobilières ;

Que la détermination de la valeur d'ICADE repose sur une application des méthodes suivantes : le cours de bourse, les objectifs de cours des analystes de marché, l'actif net réévalué EPRA triple net, les sociétés comparables cotées et les transactions précédentes ;

Que le commissaire aux apports a examiné la valeur de cet apport et a indiqué, dans son rapport, que « les méthodes de retenues reflètent correctement la valeur instantanée des actions ICADE question cohérente avec les données publiées régulièrement par la société ICADE» ; qu'il conclut en affirmant être d'avis que la valeur des apports retenus s'élevant à 1 826 178 409,60 euros n'est pas surévaluée"; qu'il ressort du traite d'apport et qu'il n'est de toute façon, ni contesté , ni contestable, que, dans la mesure où la CDC détenait le contrôle d'ICADE au sens de l'article L. 233-3 I du code de commerce, cet apport est assimilé à un apport partiel d'actifs constituant une branche complète d'activité et entrait donc dans le champ d'application du règlement CRC n° 2004-01 du 4 mai 2004, en vertu duquel l'apport doit être traité sur la base de la valeur nette comptable des actions apportées telles que figurant dans les comptes sociaux de l'apporteur à la date de réalisation de l'opération, la valeur nette comptable étant le prix auquel un actif est inscrit dans les comptes de la société sous déduction des éventuels amortissements et provisions déjà passées ;

Considérant que la valeur réelle des actions d'ICADE retenue dans le cadre de l'apport - 1 826 178 409,60 euros - étant inférieure à la valeur nette comptable -2 586 122 901,13 euros - des actions de la société ICADE dans les comptes de la CDC, HOLDCO SIIC devait inscrire à son bilan un écart d'évaluation dit "badwill" d'un montant de 759 944 491,53 euros, consistant en une forme de "correction" de la surévaluation de l'actif de HOLDCO SIIC par la CDC ; qu'en effet, il est constant:

- que l'actif du bilan de la société HOLDCO SIIC était augmenté d'un montant de2 586 122 901,13 euros correspondant la valeur nette comptable des titres la société ICADE désormais détenus par la société HOLDCO SIIC, le passif du bilan devait être augmenté du même montant:

¿ le capital social a été augmenté d'un montant de 18 261 784 euros ;

¿ une prime d'émission d'un montant de 1 807 916 625,60 euros a été constatée, correspondant à la différence entre la valeur réelle de l'apport des titres ICADE (1 826 178 409,60 euros) diminué du montant de l'augmentation de capital (18 261 784 euros) ;

- que les fonds propres étant ainsi augmentés d'un montant de 1 826 178 409,60 euros (18 261 784 euros + 1 807 916 616,60 euros), il manquait l'inscription d'une somme de 759 944 491,53 curas (2 586 122 901,13 euros -826 178 409, 60 cures) pour équilibrer le bilan de la société HOLDCO SIIC ;

- que conformément au règlement CRC n° 2004-01 du 4 mai 2004 précité, cette somme de 759 944 491,53 euros correspond au montant de l'écart d'évaluation entre la valeur nette comptable et la valeur réelle des titres ICADE apportés (badwill) a été inscrite au passif du bilan de la société HOLDCO SIIC dans un sous-compte du poste prime d'apport ;

- que ce sous-compte correspond au badwill et ne peut en aucun cas être affecté, distribué ou bénéficier d'une quelconque manière aux actionnaires de HOLDCO SIIC ainsi que cela est énoncé dans le traité d'apport : " Ce sous-compte de prime ne pourra être affecté, jusqu'à la cession des actions apportées, qu'à l'imputation de la charge résultant d'une dépréciation de la valeur des actions apportées ou d'une moins-value de leur cession, le solde éventuel venant reconstituer la prime d'apport juridique" ;

- que la seule utilisation possible de ce sous-compte est de compenser les provisions à constituer ou la moins-value à constater en raison de la différence qui existe dès la réalisation de l'apport entre la valeur nette comptable des titres ICADE apportés et leur valeur vénale, qui est inférieure et que ce n'est qu'en cas de cession à un prix supérieur à la valeur d'apport, effaçant a due concurrence le badwill apporté, que la fraction devenue inutile du sous-compte pourra réintégrer les fonds propres ordinaires de HOLDCO SIIC ;

- que seule l'indisponibilité du sous-compte de prime d'apport correspondant au badwill a permis aux commissaires aux apports de considérer que l'apport est bien libéré sans cette écriture, l'apport des titres n'aurait pas été juridiquement libéré car les fonds propres disponibles pour les actionnaires de HOLDCO SIIC auraient été supérieurs à la valeur des actifs retenue dans le cadre dus apports, ce qui est juridiquement impossible ;

Considérant que l'inscription du badwill au passif du bilan de HODCO SIIC ne constitue ainsi que le résultat de la stricte application des règles comptables en vigueur â l'apport en question et que, contrairement à ce qui est soutenu, GROUPAMA ne pouvant, au même titre d'ailleurs que la CDC, disposer de la fraction de ce badwill à proportion de sa quote - part du capital, n'a bénéficié d'aucun transfert de valeur ;

Considérant qu'il résulte des développements qui précèdent et ainsi que l'explique ICADE dans ses écritures, non utilement contredites sur ce point, que, s'agissant spécialement du prix de 103,68 euros par action, avancé par l'ADAM, qui aurait

bénéficié à GROUPAMA, les capitaux propres disponibles pour les actionnaires doivent être calculés sans tenir compte du sous-compte du poste “prime d’apport” correspondant au badwill, qui est indisponible, et qu’ ils ne sont pas ainsi, comme le soutient la requérante de 3 192 724 492 euros, mais de 2 432 780 000 euros (3192 724 492 euros 759 944 492 euros) ; que, dans ces conditions, la participation de GROUPAMA dans HOLDCO SIIC étant de 24,93 %, la quote -part des capitaux propres lui revenant est de 606 492 054 euros, ce qui correspond bien à une contre-valeur de l’action SILIC de 79 euros ;

Considérant, sur l’incidence comptable de l’opération chez GROUPAMA, que SMAVIE BTP et l’ADAM soutiennent néanmoins, notamment, que GROUPAMA bénéficierait de 25 % de la prime d’apport de 760 millions d’euros - soit 190 millions d’euros - par le biais de la consolidation des comptes, ce qui aurait été reconnu par dans un communiqué de presse en date du 15 mars 2012, concernant les résultats de l’exercice 2011 GROUPAMA qui énonce :

”Le résultat net intègre d’autres éléments exceptionnels dont notamment (,..) un profit exceptionnel de 578 millions d’euros lié à l’apport par GROUPAMA de sa participation dans la foncière la société SMIC aune société holding contrôlée par GROUPAMA, dans le cadre de l’opération de rapprochement industriel entre la société SILIC et la société ICADE” ;

Que SMAVIE BTP soutient plus particulièrement que, parmi ces 578 millions, figuraient en réalité, les 190 millions d’euros venant du badwill et que, de son côté, l’ADAM se fonde plus spécialement sur le fait que, dans les comptes consolidés de GROUPAMA au 31 décembre 2011 (note 41.1), il est indiqué que “la constatation du badwill sur la société SILIC représente un produit de 150 millions d’euros au 31 décembre 2011” ;

Mais considérant qu’il résulte des explications concordantes et non utilement contredites de la société ICADE et de l’Autorité elle-même dans ses observations ainsi que de la note 5.1.2.2 du document de référence 2011 de GROUPAMA, que ce “profit exceptionnel” résulte de la déconsolidation par la compagnie d’assurances de sa participation dans SILIC, jusqu’alors consolidée par intégration globale, puis de sa reconsolidation par mise en équivalence ; que l’apport par GROUPAMA d’une fraction de sa participation - 6,5% - dans SILIC à une société - HOLDCO SIIC - qu’elle ne contrôle pas a, en effet, entraîné au 31 décembre 2011 la perte du contrôle exclusif de SILIC qui cessa alors de pouvoir être consolidée par intégration globale ; que la participation conservée jusqu’à l’apport è HOLDCO SIIC, soit 37,45 % devait être alors “déconsolidée” puis “reconsolidée” par mise en équivalence dans les comptes consolidés de GROUPAMA au 31 décembre 2011 ; que dans le cadre de cette “reconsolidation”, les actions de SILIC ont, conformément aux normes IFRS, été

réévaluées sur la base du dernier actif net réévalué triple net EPRA connu de SILIC ; que c'est ainsi que, lors de l'apport du bloc 6,5 % SILIC

- un premier gain exceptionnel fut constaté, égal à la différence entre la valeur de la participation apportée sur la base d'un prix de cession théorique égal à 79 euros par action SILIC - soit le prix moyen résultant de l'approche multicritères - et la valeur nette comptable de cette participation

- que, lors de la déconsolidation, un deuxième gain exceptionnel fut constaté égal, là encore, à la différence entre la valeur de la participation SILIC conservée par GROUPAMA au 31 décembre 2011 - 37,45 % - sur la base du prix de 79 euros par action SILIC, et la valeur nette comptable de cette participation ;

- qu'enfin, lors de la "reconsolidation" par mise en équivalence, un troisième gain exceptionnel fut constaté, égal à la différence entre la valeur des 37,45 % de SILIC sur la base du dernier actif net réévalué triple net EPRA connu de SILIC, soit 102 euros par action, et la valeur de cette même participation retenue dans le cadre de la déconsolidation, soit 79 euros par action SILIC ;

Considérant qu'il ressort de ces développements que c'était ainsi l'addition de ces gains exceptionnels qui constitue le profit exceptionnel de 578 millions d'euros mentionné par Groupama et qu'il s'agit là, dès lors, d'un impact purement comptable sur le résultat de GROUPAMA ;

Considérant, en synthèse, que la note précitée du document de référence 2011 de GROUPAMA confirme que la perte du contrôle de SILIC à la suite de l' apport du bloc de 6,5 % SILIC à HOLDCO SI1C qui a permis à GROUPAMA de constater un produit en compte de résultat : " La cession du bloc de 6,5 % conduit à la perte de contrôle de SMIC. En application d'US 28, cette perte de contrôle se traduit par un effet global sur le résultat de +558 millions d'euros enregistré dans les comptes " ; que, dés lors, ce profit exceptionnel est sans rapport avec le badwill constatée dans les comptes sociaux de HOLDCO SIIC ;

Considérant que ce n'est qu'au surplus que la cour relève, plus généralement, que le traitement comptable ou fiscal d'une opération chez le cédant des titres ne pouvant, a priori, être assimilé à un complément de prix, c'est à bon droit que la décision de conformité déférée précise que la prise en compte des situations comptables et fiscales particulières des parties à la transaction est inopérante ;

Considérant que la perception par GROUPAMA d'un complément de prix ou de rémunération dissimulé dans le cadre d'une opération complexe n'étant pas établi; l'opération incriminée n'a pas porté atteinte au principe d'égalité des actionnaires ;

Que le moyen sera rejeté ;

En ce qui concerne le fait générateur de l'offre et les critères de détermination du prix de l'offre

Considérant que c'est à tort que SMAVIE BTP soutient qu'en déclarant l'offre conforme sur la base d'un " rapprochement d'entreprise sur un pied d'égalité " entre la société ICADE et la société SILIC, alors qu'il s'agit d'une prise de contrôle de cette dernière société par la société ICADE, l'AMF a commis une erreur sur la qualification exacte du fait générateur de l'obligation d'offre publique obligatoire et n'a, par suite, pas fait une correcte application des critères de détermination du prix de l'offre au regard de la réglementation boursière applicable;

Considérant, en effet, que la réglementation boursière n'opère de distinction qu'entre les offres volontaires et les offres obligatoires et que les circonstances dans lesquelles l'offre est intervenue - " rapprochement d'entreprise sur un pied d'égalité." selon les termes employés par la requérante - sont sans incidence sur les modalités de l'offre ;

Considérant, dès lors, qu' il suffit de constater que le projet d'offre a été déposé dans les conditions de l'article 234-2 du RGAMF, qui prévoit le dépôt d'une offre obligatoire en cas de changement de contrôle et que le prix a été déterminé conformément aux énonciations de l'article 234-6 du RGAMF, après mise en oeuvre d'une analyse multicritères en raison de l'existence d'une transaction assortie d'éléments connexes ;

Considérant que c'est également à tort que SMAVIE BTP soutient que la mise en oeuvre d'une évaluation multicritères implique, au cas d'espèce, la fixation d'un prix autonome, totalement affranchi de la parité proposée par la société ICADE, qui aurait notamment dû conduire à retenir des primes de contrôle habituellement accordées dans les offres publiques ;

Considérant que, contrairement à ce qui est soutenu, l'article 234-6 du RGAMF n'énumère pas trois critères autonomes de fixation du prix, indépendants les uns des autres, qui seraient constitués par des critères d'évaluation objectifs usuellement retenus, des caractéristiques de la société visée et du marché de ses titres mais renvoie purement et simplement à l'approche multicritères et qu'au cas d'espèce, les termes de l'opération conclue entre la CDC, GROUPAMA et ICADE concernant SILIC ne constituent qu'un des éléments pris en compte dans le cadre de cette analyse, au titre

des transactions de référence ;

Considérant, sur les primes de contrôle, que s'il est vrai que certaines offres sont réalisées à des prix offrant de telles primes, force est cependant de constater qu'aucun texte ne prévoit pour autant que le prix finalement proposé à la suite de la mise en oeuvre de cette méthode inclut obligatoirement, par principe, une prime de contrôle ; qu'en l'espèce, le fait que les évaluations mises en oeuvre tant par les banques présentatrices que par l'expert indépendant font apparaître que le projet d'offre visant les actions présente des primes relativement faibles n'est pas de nature à remettre en cause la parité de l'offre, dès lors que celle-ci, certes identique à la parité résultant des opérations d'apport à la société HOLDCO SIIC, est corroborée, conformément par l'article 234-6 du RGAMF, par une analyse multicritères mise en oeuvre, comme l'a constaté le collège de l'AMF, sur la base de critères homogènes ;

Considérant que SMAVIE BTP met également vainement en exergue une analyse de Fairness Finance, qu'elle a mandatée, en vertu de laquelle l'actif net réévalué de la société SILIC aurait dû tenir compte de la valorisation très importante des réserves foncières dont elle dispose, dès lors que rien ne permet de remettre en cause les appréciations précises et circonstanciées de l'expert indépendant et de lui imputer une erreur d'appréciation au motif qu'il aurait considéré que, dans la mesure où la société 'CADE ne retenait pas dans son calcul d'actif net réévalué de projet de développement au-delà de 5 ans, il était nécessaire de neutraliser la valeur d'actif net réévalué correspondant aux projets de la société SILIC au delà de cet horizon ; qu'il peut tout au plus, être observé que les commissaires aux apports indiquent que si ces réserves foncières représentent "une source de revenus futurs significative ", le délai de commercialisation de ces réserves est "lointain et incertain" et que, ainsi que le rappelle à juste titre l'AMF dans ses observations, il a semblé plus opportun à l'expert indépendant de limiter l'horizon explicite au développement des projets identifiés par les organes de gestion des deux sociétés, notamment au regard des incertitudes pesant sur L'environnement économique actuel ;

Considérant, enfin, que c'est à tort que SMAVIE BTP prétend que la prise en compte du marché des titres SILIC aurait dû conduire à évaluer l'inégalité prévue au regard de la liquidité du titre, d'une part, entre GROUPAMA qui bénéficiera directement, au niveau de ses titres HOLDCO SIIC, de clauses de liquidité, et, d'autre part, les actionnaires minoritaires de la société SILIC n'apportant pas à l'offre, qui ne bénéficieront plus d'aucune liquidité et verront même probablement les titre radiés de la cote ; qu'en effet, le rapport de l'expert relève qu'alors qu'il ressort du pacte d'actionnaires conclu par la CDC et par GROUPAMA que l'option de liquidité de GROUPAMA n' existera qu'à l'issue d'une période d'inaliénabilité de trente mois, aucun prix n'est ainsi garanti, puisque le prix sera calculé par référence au cours d' ICADE à la date de la cession et, qu'à une telle échéance, ce cours ne peut être déterminé ;

Que, dès lors, c'est à bon droit que la Décision mentionne l'existence d'un lock-up de trente mois et l'absence d'un prix de sortie garanti et qu'ainsi que le rappelle l'AMF dans ses observations, la requérante n'est pas en droit d'invoquer la probable radiation de la cote compte tenu du projet de fusion d'ICADE et de la société SILIC qui permettra aux actionnaires de la société SILIC de bénéficier alors de la liquidité d' ICADE ;

Que le moyen est dépourvu de pertinence ;

En ce qui concerne les prétendues lacunes du rapport de l'expert indépendant ;

Considérant que SMAVIE BTP et l'ADAM critiquent en vain le rapport de l'expert indépendant en allant même jusqu'à le présenter comme "tendancieux" ou "de nature à douter de son impartialité" ; qu'en effet, contrairement à ce qui est soutenu, la simple lecture du rapport de l'expert suffit à établir :

- qu'il n'a pas fait abstraction des différences existant entre la société ICADE et la société SILIC qui devaient être prises en considération au niveau de leur valorisation et, qu'en tout cas, il ne laisse pas entendre, dans son rapport, que ces deux sociétés sont des sociétés foncières parfaitement comparables ;

- qu'il n'occulte pas le fart que le contrôle de la CDC sur ICADE n'est pas équivalent à celui de GROUPAMA sur SILIC, les pourcentages de participation de la CDC dans CADE et de GROUPAMA dans SILIC étant, de toute façon, des informations publiques ;

- qu'il n'a pas omis d'analyser les conditions de cession par GROUPAMA de sa participation dans SILIC, ainsi que le démontrent, à suffisance de droit, les développements qui précèdent sur le traitement comptable des apports à HOLDCO SIIC ;

- qu'il n'a pas omis de prendre en compte le fait que la société SILIC, détenue à 43,95 % par GROUPAMA, serait "opéable", dès lors qu'avec un tel pourcentage du capital et des droits de vote de cette société, elle la contrôle au sens de l'article L, 233 -3 l 3° du code de commerce et qu'en fait, sinon en droit, la société SILIC ne pourrait faire l'objet d'une offre qui ne serait pas agréée par GROUPAMA ;

- qu'il n'était pas tenu de faire référence au badwill constaté chez la société HOLDCO SIIC qui, comme cela a été dit, ne constitue qu'une écriture comptable ne dissimulant aucune rémunération supplémentaire de GROUPAMA ;

- qu'il a écarté à juste titre la méthode des transactions comparables, dès lors que la condition tenant à la comparabilité d'une précédente transaction n'était pas réunie au regard de la nature des actifs de la société considérée, différente des actifs de la société ICADE et de la société SILIC ;

- qu'il a correctement apprécié les conséquences d'une réclamation de l'administration fiscale en ne minimisant pas le risque fiscal propre à ICADE, fixé à 180 millions d'euros, somme qui résulte de la dernière notification de l'administration connue à la date du rapport de l'expert, et en l'intégrant "par prudence" dans la valorisation retraitée de l'ANR d'ICADE pour 90 millions d'euros, somme déterminée après analyse avec les représentants de la société qui, pour leur part, avaient initialement estimé qu'il n'y avait pas lieu de provisionner une somme au titre de ce litige fiscal , faute selon eux de risque significatif ;

- que ses analyses sont pertinentes en ce qui concerne l'évaluation de l'opération connexe, ainsi que l'appréciation des réserves foncières de SILIC, la cour renvoyant sur ces points aux développements qui précèdent ;

Que le moyen doit être rejeté ;

En ce qui concerne l'information contenue dans la note d'information d'ICADE :

Considérant que c'est à tort que l'ADAM reproche à la note d'information ICADE, tout d'abord, de ne pas avoir pas présenté, même sommairement, ses divers secteurs d'activité, alors qu'elle n'est pas une société comparable à la société SMIC ;

Qu'en effet, il suffit de constater que la société ICADE a déposé le 25 avril 2012 auprès de l'AMF un document qui précise que sont incorporés par référence "le document de référence d' ICA DE pour l'exercice 2011, déposé auprès de l'AMF le 13 mars 2012 sous le numéro D,12-0150" et "

l'actualisation du document de' référence déposé auprès de 1 'AMF le 25 avril 2012 sous le numéro D.12 -0150- 401 ", étant précisé que ces documents, disponibles en version électronique sur les sites Internet de 'AMF et d'ICADE, peuvent, par ailleurs, être obtenus sans frais auprès d ICADE ; qu'il est constant que ce document de référence décrit de manière précise l'activité d'ICADE en distinguant ses trois secteurs d'activité, activité foncière, promotion et services ;

Considérant que ce document répond ainsi aux exigences de l'article 231-28 du RGAMF et de l'instruction précitée de l'AMF n° 2006-07 du 25 juillet 2006 qui imposent à

l'initiateur et à la société cible de publier un document relatif à leurs caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, qui est distinct des notes d'information de l'initiateur et de la société cible puisque, contrairement à ce qui est soutenu, l'article 231-18 du RGAMF et l'instruction de l'AMF n° 2006-07 du 25 juillet 2006 qui définissent et précisent le contenu de la note d'information, ne prévoient pas la communication d'informations spécifiques sur les activités de l'initiateur ;

Que, dès lors, les actionnaires de SILIC disposaient bien d'une information complète, notamment sur les activités, la stratégie et la performance financière d'ICADE qui leur permettait d'apporter en connaissance de cause leurs titres à l'offre d'ICADE ;

Considérant que c'est également en vain que la requérante reproche, ensuite, à la note d'information d' ICADE de ne pas refléter le fait que cette société a modifié ses intentions quant à une possible mis en oeuvre d'un retrait obligatoire, qui était envisagé à l'origine ; qu'en effet, s'il est vrai que, dans sa déclaration d'intentions, la société ICADE avait indiqué qu'elle n'avait pas souhaité exclure d'emblée la mise en oeuvre une offre de retrait et qu'elle se réservait cette faculté, elle n'a cependant pas pour autant indiqué avoir l'intention de mettre en oeuvre une telle offre ; qu'il suffit de constater que la note d'information, dépourvue de toute ambiguïté sur ce point, expose :

" Dans sa déclaration d'intentions en date du 17 février 2012 (...) la société HOLDCO SIIC a déclaré, de concert avec la CDC et la société ICADE, qu 'la société ICADE se réservait la faculté de mettre en oeuvre une procédure de retrait obligatoire sur les actions SILIC et les Ornanes conformément à la réglementation applicable. Après analyse, la solution privilégiée parla société ICADE afin d'intégrer la société SMIC en son sein serait de procéder à une fusion -absorption de la société SILIC, laquelle ne requiert pas que soit mise en oeuvre préalablement une procédure de retrait obligatoire sur les actions SILIC et les Ornanes.

En conséquence, l'initiateur n'a pas l'intention de demander à l'AMF la mise en oeuvre d'une procédure de retrait obligatoire portant sur les actions SILIC et les Ornanes non apportées à l'offre.

Toutefois, ICADE se réserve la possibilité de demander à Euronext Paris la radiation des actions SMIC et des Ornanes du marché Euronext Paris, sous réserve des règles de marché";

Considérant que l'ADAM reproche encore à tort à ICADE d'avoir, dans sa note d'information, exercé une pression indue sur les actionnaires de SILIC en indiquant que

si la fusion envisagée entre la société ICADE et la société SILIC avait lieu, la parité de fusion pourrait être inférieure à celle proposée dans le cadre de l'offre, dès lors que les termes mis en exergue par l'ADAM figuraient seulement dans un projet de note d'information d' ICADE qui a ensuite été modifiée dans la note d'information visée par l'AMF ; qu'en effet, la note qui a reçu le visa n° 12-179 de l'AMF indique, à l'opposé

"ICADE envisage de réaliser une fusion par voie d'absorption de SILIC avant la fin l'exercice 2012. Dans une telle 1 hypothèse, le projet de fusion serait notamment soumis aux assemblées générales d'actionnaires d'ICADE et de SILIC ainsi qu'à l'AMF conformément aux dispositions de l'article 236-6 de son règlement général.

La parité de fusion serait déterminée sur la base d'une analyse multicritères conduite au moment où la fusion serait proposée. La parité de fusion serait donc arrêtée sur la base des conditions économiques qui prévaudraient au moment où le principe d'une éventuelle fusion serait décidé. Toutes choses égales par ailleurs, la parité de l'offre d'échange pourrait constituer une référence pour la détermination de la parité de fusion." ;

Que le moyen est dépourvu de pertinence ;

En ce qui concerne l'information contenue dans la note d'information en réponse de la société SILIC

Considérant que l'ADAM qui fait grief à la note d'information en réponse de la société SILIC du 14 33 mars 2012 de "manquer de cohérence" en ce qui concerne la souscription de la CDC aux actions de préférence GAN EUROCOURTAGE présentée comme une certitude alors que l'avis motivé du conseil d'administration de SILIC n'évoquait qu'une hypothèse de souscription, n'invoque cependant pour autant aucune violation de la réglementation relative aux offres publiques susceptible d'entacher d'irrégularité la décision de conformité sur l'offre d'ICADE qui est déférée à la cour ; qu'il suffit tout au plus de relever que, ainsi que l'explique SILIC, la différence ainsi observée entre la teneur de l'avis du conseil d'administration et la note en réponse trouve tout simplement son origine dans le fait que la souscription des titres en question est effectivement intervenue le 14 mars 2012 ;

Que le moyen est privé de portée ;

En ce qui concerne la régularité de l'avis du conseil d'administration de la société SILIC

Considérant que SMAVIE BTP prétend que l'avis motivé du conseil d'administration de SILIC est entaché d'irrégularités constituant une violation de l'article 231- 19 4° du RGAMF, au motif, notamment:

- que, le 29 février 2012, BMA a informé les membres du comité ad hoc que son rapport définitif ne sera remis qu'après la réunion du conseil d'administration s'étant prononcé sur l'offre, ce qui était beaucoup trop tard et aussi en contradiction avec la réglementation ;

- que le 5 mars 2012, les administrateurs de SILIC n'avaient toujours pas les rapports définitifs des deux banques conseils et de l'expert indépendant ;

- que M. X... n'a pu prendre connaissance des différents projets de note d'information et rapports que pendant le week-end ou pendant le conseil d'administration du 12 mars 2012 ;

Considérant, cependant, que l'article 231- 19 4 ° du RGAMF énonce seulement que la note en réponse de la société visée mentionne " L'avis motivé du conseil d'administration (..,) sur l'intérêt de l'offre ou sur les conséquences de celle-ci pour la société visée, ses actionnaires et ses salariés. Les conditions de vote dans lesquelles cet avis a été obtenu sont précisées, les membres minoritaires pouvant demander qu'il soit fait état de leur identité et de leur position";

Considérant qu'il suffit de constater que ces prescriptions ont été bien été respectées en l'espèce, dès lors que le procès-verbal du conseil d'administration de SILIC réuni le 12 mars 2012 constate que le conseil se prononce de manière argumentée et détaillée sur l'intérêt de l'offre initiée par ICADE pour SILIC, société visée, ses actionnaires, ses porteurs d'Ornanes et ses salariés et retranscrit la position dissidente de SMAVIE BTP, alors la note en réponse de SILIC précise les conditions de vote dans lesquelles cet avis motivé a été obtenu ;

Considérant que ce n'est qu'au surplus que la cour relève qu' aucune disposition du code monétaire et financier et qu'aucune disposition du règlement général n'attribuent à l'AMF ni a fortiori à la cour, statuant sur les recours formés contre ses décisions, le pouvoir de se prononcer sur la régularité de l'avis motivé du conseil d'administration de la société SILIC, qui ne pourrait être utilement discutée qu'à la suite de la mise en oeuvre devant la juridiction compétente d'une action en nullité des délibérations du conseil d'administration ;

Considérant que c'est également en vain que l'ADAM soutient que l'avis du conseil d'administration de SILIC serait entaché d'irrégularité au motif qu'il n'indiquerait pas que les actions ICADE reçues dans le cadre de l'offre ne sont pas éligibles au PEA, alors qu'aucun texte n'impose au conseil d'administration d'une société visée par une offre publique d'analyser et d'apprécier les conséquences fiscales d'une opération telle que celle qui était envisagée en l'espèce pour ceux de ses actionnaires qui détenaient leurs titres dans le cadre d'un PEA ; qu'il suffit, tout au plus, de relever que ce point est clairement explicité dans la note d'information d' ICADE dans des conditions qui permettaient aux actionnaires de la société SILIC, en fonction de leurs situations fiscales particulières et au regard de la réglementation fiscale en vigueur, de faire leur choix en toute connaissance de cause ;

Et considérant que la requérante n'est pas non plus fondée à reprocher au conseil d'administration de SILIC de ne pas avoir fait observer à BMA qu'il disposait d'une information inexacte sur l'apport par la CDC de la somme de 300 millions d'euros à GAN EUROCOURTAGE, alors qu'il est constant que, à la date à laquelle le conseil a rendu son avis motivé, la souscription aux actions de préférence par la CDC ne constituait alors qu'une éventualité, et qu'en tout état de cause, comme il a été dit, l'expert indépendant avait envisagé les deux hypothèses ;

Considérant qu'il résulte de tout ce qui précède que les moyens soutenus par la société SMAVIE BTP et par l'ADAM ne sont pas de nature à remettre en cause la régularité de la décision 212 CO533 du collège de l'AMF, d'une part, en ce qu'elle a statué sur la conformité de l'offre publique dans le respect des exigences de la réglementation boursière applicable, en retenant une parité de 5 actions nouvelles ICADE pour 4 actions nouvelles SILIC existantes, égale, par transparence, à la parité retenue pour les opérations d'apports génératrices de l'obligation de dépôt de l'offre publique et, d'autre part, en ce qu'elle a fait droit à la demande de dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique visant les actions de la société ICADE, "contrôlée au plus haut niveau par la Caisse des dépôts et consignations, qui s 'inscrit dans le cadre des opérations de rapprochement entre ICADE et SILIC " ;

Que les recours seront rejetés et que les requérantes seront déboutées de toutes leurs demandes » ;

Aux motifs éventuellement adoptés que « que conformément aux dispositions de l'article 234-6 du règlement général, s'agissant d'une offre publique d'échange rémunérée intégralement en actions ICADE, qui fait suite à une transaction par laquelle la société qui contrôle l'initiateur détient environ 44% du capital et des droits de vote de SILIC, une analyse multicritères a été mise en oeuvre par les banques présentatrices sur la base de critères homogènes ; que si l'expert relève le caractère peu généreux des primes

dégagées, il valide, dans le cadre de son analyse multicritères, la démarche retenue par les banques présentatrices et que ses propres travaux l'amènent notamment à retenir in fine une prime de 2,1% sur le critère d'actifs nets réévalués au 31 décembre 2011, lequel critère est particulièrement adapté aux caractéristiques des sociétés concernées ;

- que conformément aux dispositions de l'article 261-1 I 4° du règlement général, l'expert indépendant a examiné les conditions financières de la transaction connexe par laquelle la Caisse des dépôts et consignations a souscrit à une émission réservée de Gan Eurocourtage, filiale de Groupama, pour un montant de 300 millions ¿ ; que l'expert conclut que cette transaction a été réalisée à des conditions financières ne conférant pas un avantage à Groupama ; qu'en outre, comme l'a souligné l'expert, si la particularité desdites actions souscrites par la Caisse des dépôts et consignations limite l'analyse comparative, le contrat d'émission prévoit des droits de protection particuliers au bénéfice de cette dernière lui permettant notamment, en cas de dégradation de la situation financière de Groupama/Gan Eurocourtage, de provoquer la cession de Gan Eurocourtage pour obtenir le remboursement des actions de préférence aux conditions du contrat d'émission et, en cas de non remboursement du montant investi à partir de la cinquième année, de convertir les actions de préférence en actions ordinaires de Gan Eurocourtage, à des conditions telles qu'elle est susceptible d'en obtenir le contrôle exclusif ; qu'ainsi l'existence d'un transfert de valeur au détriment des actionnaires minoritaires de SILIC, au motif que les conditions auxquelles la transaction connexe aurait été conclue auraient provoqué une situation favorable à Groupama l'amenant à accepter une transaction à des conditions économiques faussées sur le bloc SILIC, n'est pas établie ;

- qu'à supposer que les circonstances qui entourent la négociation sur la cession de sa participation dans SILIC par Groupama au bénéfice de HOLDCO SIIC amènent à disqualifier celle-ci pour l'appréciation de la parité d'échange, il n'en demeure pas moins que l'analyse multicritères rend cette parité acceptable, notamment sur le fondement du critère de l'actif net réévalué particulièrement adapté compte tenu de l'activité des sociétés en présence ;

- que la prise en compte des situations comptables et fiscales particulières des parties à la transaction est inopérante dans la mise en oeuvre d'une analyse multicritères, laquelle, s'agissant d'une offre publique d'échange, doit s'effectuer de manière homogène, critère contre critère ;

- que les conditions figurant dans le pacte d'actionnaires susvisé au sein de la société HOLDCO SIIC imposent à Groupama un « lock-up » de trente mois et ne prévoient aucun prix de sortie garanti ni de clause de complément de prix au bénéfice de Groupama ;

- que le conseil d'administration de SILIC a rendu un avis motivé recommandant aux actionnaires qui le souhaitent d'apporter leurs titres à l'offre et qu'il est fait clairement état de la position différente d'un administrateur sur cet avis motivé ;

- que s'agissant des « Ornanes », les conditions financières de l'offre ont été alignées sur les conditions du contrat d'émission relatives à un changement de contrôle de la société SILIC.

Sur ces bases, au vu des objectifs et intentions de l'initiateur, de la nature et des caractéristiques des actions ICADE remises en échange des actions SILIC visées par l'offre, des conditions financières offertes pour les détenteurs d'actions et d'«Ornanes » visées par l'offre, l'Autorité des marchés financiers a déclaré conforme le projet d'offre publique, en application de l'article 231-23 du règlement général, cette décision emportant visa du projet de note d'information de la société ICADE, sous le n°12-179 en date du 24 avril 2012.

En outre, l'Autorité des marchés financiers a apposé le visa n°12-180 en date du 24 avril 2012 sur le projet de note en réponse de la société SILIC.

4 - Une nouvelle information sera publiée pour faire connaître le calendrier de l'offre publique après que la note d'information de l'initiateur et la note en réponse de la société SILIC ayant reçu le visa de l'Autorité des marchés financiers, ainsi que les informations mentionnées à l'article 231-28 du règlement général auront été diffusées. Il est rappelé que les dispositions relatives aux interventions sur les titres ICADE et SILIC (articles 231-38 à 231- 43) et celles relatives aux déclarations des opérations sur les titres ICADE et SILIC (articles 231-44 à 231-52) sont applicables.

5 - Dans les mêmes séances, l'Autorité des marchés financiers a également examiné la demande de dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique visant les actions de la société ICADE, contrôlée au plus haut niveau par la Caisse des dépôts et consignations, qui s'inscrit dans le cadre des opérations de rapprochement entre ICADE et SILIC.

La Caisse des dépôts et consignations détenait jusqu'au 30 décembre 2011, à titre direct, 28 895 228 actions ICADE représentant autant de droits de vote, soit 55,58% du capital et des droits de vote de cette société.

Le 30 décembre 2011, la Caisse des dépôts et consignations a apporté l'intégralité de sa participation dans ICADE au profit de la société par actions simplifiée HOLDCO SIIC qu'elle contrôle, cette dernière venant ainsi à détenir à cette date, à titre individuel, 28 895 228 actions ICADE représentant autant de droits de vote, soit 55,58% du capital et des droits de vote de cette société16. Le même jour, Groupama SA a apporté une partie de ses titres SILIC au profit de HOLDCO SIIC. Au résultat de cette opération, la société HOLDCO SIIC était contrôlée à hauteur de 95,32% par la Caisse des dépôts et consignations et 4,68% par Groupama SA.

La société HOLDCO SIIC a par conséquent franchi en hausse, à titre individuel, les seuils de 30% du capital et des droits de vote de la société ICADE, ce qui entraîne l'obligation de déposer un projet d'offre publique en application de l'article 234-2 du règlement général ; elle a demandé l'octroi d'une dérogation à cette obligation, sur le fondement des articles 234-9 6° et 7° du règlement général.

Il est rappelé que, le 16 février 2012, Groupama SA a fait apport de sa participation résiduelle au capital de SILIC à la société HOLDCO SIIC dont elle détient depuis cette date, 24,93% du capital, la Caisse des dépôts et consignations détenant pour sa part 75,07% du capital de cette société.

Le pacte d'associés conclu, le 6 février 201219, entre la Caisse des dépôts et consignations et Groupama SA, aux termes duquel les parties n'entendent notamment pas agir de concert vis-à-vis d'ICADE, ne contient aucune disposition de nature à remettre en cause le contrôle exclusif et sans restriction de la Caisse des dépôts et consignations vis-à-vis de HOLDCO SIIC, et partant, de la société ICADE.

Considérant que l'apport par la Caisse des dépôts et consignations des actions ICADE qu'elle détenait directement au profit de la société HOLDCO SIIC qu'elle contrôle, Groupama ayant une participation minoritaire de 24,93% du capital et des droits de vote et aucune disposition du pacte d'associés précité n'étant de nature à remettre en cause la prédominance de la Caisse des dépôts et consignations, peut s'analyser comme un reclassement au sein du groupe contrôlé par la Caisse des dépôts et consignations, laquelle détenait de surcroît préalablement la majorité des droits de vote de ICADE, l'Autorité des marché financiers a octroyé la dérogation au dépôt obligatoire d'un projet d'offre publique sur le fondement des articles 234-9 6° et 7° du règlement général. »

Alors d'une part que le prix proposé dans le cadre d'une offre publique, qui résulte d'une transaction assortie d'éléments connexes entre l'initiateur, agissant seul ou de concert, et le vendeur des titres acquis par l'initiateur au cours des douze derniers mois, est

déterminé en fonction des critères d'évaluation objectifs usuellement retenus, des caractéristiques de la société visée et du marché de ses titres ; qu'en énonçant que l'article 234-6 du Règlement général de l'AMF n'énumère pas trois critères autonomes de fixation du prix, indépendants les uns des autres, qui seraient constitués par des critères d'évaluation objectifs usuellement retenus, des caractéristiques de la société visée et du marché des titres mais renvoie purement et simplement à l'approche multicritères, la Cour d'appel a violé l'article 234-6 du Règlement général de l'AMF ;

Alors d'autre part que lorsque les titres remis en échange ne sont pas des titres liquides admis aux négociations sur un marché réglementé d'un État membre de l'Union européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen, l'offre doit comporter une option en numéraire ; qu'il en résulte que la société HOLDCO SIIC, société non cotée et débitrice de l'obligation de présentation d'une offre obligatoire, devait présenter une offre publique d'échange avec option en numéraire ; qu'en estimant toutefois que la seule obligation à laquelle la société HOLDCO SIIC et la société ICADE, agissant de concert, sont tenues solidairement, consiste dans le dépôt d'une offre publique proposée aux actionnaires de la société SILIC et qu'en revanche cette obligation ne s'étend pas aux modalités de l'offre, la Cour d'appel a violé les articles 213-8 et 234-2 du Règlement général de l'AMF ;

Alors de troisième part qu'il y a solidarité de la part des débiteurs, lorsqu'ils sont obligés à une même chose, de manière que chacun que puisse être contraint pour la totalité, et que le paiement fait par un seul libère les autres envers le créancier ; qu'il en résulte que les concertistes, codébiteurs solidaires, sont tenus de déposer une offre publique selon les mêmes modalités ; qu'en permettant à ICADE de se substituer à HOLDCO SIIC et de modifier les modalités de l'obligation pesant sur HOLDCO SIIC de proposer aux actionnaires une option en numéraire, la Cour d'appel a violé l'article 1200 du code civil ;

Alors de quatrième part que l'exposante faisait valoir que l'analyse multicritères adoptée par l'AMF pour évaluer les titres ICADE remis en échange par l'initiateur de l'offre publique obligatoire constituait une erreur d'appréciation, en ce que la valeur de tels titres devait être déterminée par référence au cours de bourse (Mémoire en réponse et récapitulatif de la société SMAVIE BTP, p. 70) ; qu'elle en déduisait que la parité entre les titres échangés n'était pas de 1,25 actions ICADE pour une action SILIC, mais était comprise entre 1,65 et 1,70 (Mémoire en réponse et récapitulatif de la société SMAVIE BTP, p. 72) ; qu'en s'abstenant de répondre à ce moyen péremptoire, la Cour d'appel a violé l'article 455 du code de procédure civile ;

Alors de cinquième part que pour apprécier la conformité du projet d'offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables, l'AMF examine les conditions financières de l'offre, au regard notamment du rapport de l'expert

indépendant et de l'avis motivé du conseil d'administration ; qu'en énonçant qu'aucune disposition du code monétaire et financier et qu'aucune disposition du Règlement général de l'AMF n'attribuent à cette dernière ni a fortiori à la cour, statuant sur les recours formés contre ses décisions, le pouvoir de se prononcer sur la régularité de l'avis motivé du conseil d'administration de la société SILIC, qui ne pourrait être utilement discutée qu'à la suite de la mise en oeuvre devant la juridiction compétente d'une action en nullité des délibérations du conseil d'administration, la Cour d'appel a violé les articles 231-19 et 231-21 du Règlement général de l'AMF ;

Alors de sixième part que l'annexe 4.3 du règlement n° 2004-01 du 4 mai 2004 du comité de la règlement comptable prévoit que les apports sont évalués à leur valeur comptable dans le cas « d'opérations à l'endroit ou à l'envers impliquant des sociétés sous contrôle commun », ce qui interdit de recourir à la valeur réelle ; qu'en énonçant que l'inscription du badwill au passif de HOLDCO SIIC, qui résultait de ce que les actions ICADE avaient été évaluées à leur valeur réelle, ne constitue que le résultat de la stricte application des règles comptables en vigueur, la Cour d'appel a violé l'annexe 4.3 du règlement n° 2004-01 du 4 mai 2004, ensemble l'article 231-3 du Règlement général de l'AMF ;

Alors enfin qu'en vue d'un déroulement ordonné des opérations au mieux des intérêts des investisseurs et du marché, toutes les personnes concernées par une offre doivent respecter le libre jeu des offres et de leurs surenchères, d'égalité de traitement et d'information des détenteurs des titres des personnes concernées par l'offre, de transparence et d'intégrité du marché et de loyauté dans les transactions et la compétition ; qu'il en résulte que l'offre publique doit se conformer à la règlementation comptable, afin que les informations données aux personnes intéressées par l'offre soient loyales et sincères ; qu'en énonçant que le traitement fiscal ou comptable d'une opération chez le cédant des titres ne pouvant, a priori, être assimilé à un complément de prix, c'est à bon droit que la décision de conformité déférée précise que la prise en compte des situations comptables et fiscales particulières des parties à la transaction est inopérante, la Cour d'appel a violé l'article 231-3 du Règlement général de l'AMF.

**Publication :**

**Décision attaquée :** Cour d'appel de Paris, du 27 juin 2013