

CONTENTIEUX des SOCIÉTÉS COTÉES et des OFFRES PUBLIQUES

Sous la supervision de Didier Poracchia, Quentin Bertrand et Florent Testud

Chronique

Quelques enseignements tirés de la jurisprudence boursière récente

Auteur(s)



Olivier Huyghues Despointes

Avocat associé, Darrois Villey Maillot Brochier AARPI



Sophie Robert

Avocat, Darrois Villey Maillot Brochier AARPI



Alexis de Mailly Nesle

Avocat, Darrois Villey Maillot Brochier AARPI

Parmi la jurisprudence récente se rapportant au droit boursier, trois arrêts parus au cours des douze derniers mois méritent une attention particulière, sans prétendre au commentaire exhaustif, en ce qu'ils apportent des précisions utiles dans les domaines concernés : le bien-fondé d'une demande d'offre publique de retrait formée par des actionnaires minoritaires (CA Paris, 19 mars 2026, RG n°25/17346, Gaumont), les conditions de désignation de l'expert indépendant en matière d'offre publique (CA Paris, 20 novembre 2025, RG n°25/10127, Tarkett) et l'absence de responsabilité civile en cas de violation d'une position-recommandation de l'Autorité des marchés financiers (AMF) (Cass. com., 9 juillet 2025, n° 23-15.492).

1. L'affaire Gaumont : un rare cas d'OPR enjointe à la demande d'un actionnaire minoritaire

L'arrêt rendu par la cour d'appel de Paris le 19 mars 2026 est l'une des rares décisions portant sur la recevabilité d'une demande d'offre publique de retrait formulée par un actionnaire minoritaire¹. Il concerne la société Gaumont, cotée sur le marché Euronext Paris (compartiment B) et contrôlée par le groupe familial Seydoux (composé de la société Ciné Par et de membres de la famille Seydoux) qui détenait, au moment de la demande, 89,79 % du capital et 94,42 % des droits de

vote.

Rappelons qu'en 2017, la société Gaumont (dont le groupe familial Seydoux détenait alors 64,59% du capital et 70,85% des droits de vote) avait cédé sa participation dans la société Les Cinémas Gaumont Pathé et que cette cession, qui avait été soumise à l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires en application de la position-recommandation AMF n°2015-05 sur les cessions et acquisitions d'actifs significatifs², avait permis à Gaumont de recevoir un produit de cession de 380 millions d'euros. Le conseil d'administration avait décidé d'offrir ces liquidités aux actionnaires minoritaires au moyen d'une offre publique de rachat d'actions (OPRA) à un prix de 75 euros par action³ à laquelle le groupe familial Seydoux n'a pas participé. À l'issue de l'offre, celui-ci a été relégué et détenait donc 88,63 % du capital et 93,66 % des droits de vote. La société Ciné Par a par la suite très rapidement acquis un bloc représentant 1,09 % du capital au prix de 98,20 euros par action, portant la détention du groupe familial à 89,72 % du capital et 94,75 % des droits de vote. La liquidité du titre Gaumont s'est progressivement dégradée par la suite.

Le 6 mai 2025, quatre actionnaires minoritaires de Gaumont ont saisi l'AMF afin qu'elle exige du groupe familial Seydoux le dépôt d'une OPR, se prévalant de l'absence de liquidité sur le marché du titre Gaumont les empêchant de céder leurs

¹ CA Paris, pôle 5, ch. 7, 26 nov. 2020, n° 20/05013, aff. Bourrellet Group ; CA Paris, 1re ch., sect. H, 4 nov. 2003, n° 2003/03267, B. Maurin, D. Labbé, M. Labbé c/ Seat Pagine Gialle SpA.; CA Paris, 1re ch., sect. H, 7 avr. 1998, n° 97/24825, SA Parfival c/ SA Cauval Industries ; Cass. com., 6 mai 1996, n° 94-13.708, Sté Caves et Producteurs Réunis de Roquefort ; CA Paris, 1re ch., 25 févr. 1994, n° 93/26896, Sté Financière CIRCE c/ Sté Caves et Producteurs Réunis de Roquefort.

² Le rapport de l'expert indépendant relève d'ailleurs que cet actif ne constituait pas le « principal des actifs » de la société Gaumont, ce qui aurait pu obliger le groupe familial Seydoux à déposer une OPR sur le fondement de l'article 236-6 du règlement général (pp. 85-86 du rapport de l'expert indépendant inclus dans la note d'information établie par Gaumont visée par l'AMF sous le numéro 17-173 le 25 avril 2017).

³ Communiqué de Gaumont du 4 avril 2017.

participations dans des conditions normales.

Pour mémoire, l'article 236-1 du règlement général⁴ permet aux actionnaires minoritaires d'une société cotée, dont plus de 90 % du capital ou des droits de vote sont détenus par un ou plusieurs actionnaires majoritaires agissant de concert, de demander à l'AMF d'enjoindre audit(s) actionnaire(s) de déposer un projet d'OPR. L'AMF ne se prononce qu'après en avoir examiné le bien-fondé de la demande au regard des « conditions prévalant sur le marché des titres concernés et des éléments d'information apportés par le demandeur ».

En l'espèce, l'AMF, confirmée par la cour d'appel de Paris, a fait droit à l'une de ces demandes en se fondant sur la faible liquidité du titre d'une part, et le comportement des demandeurs d'autre part⁵.

Liquidité du titre. – Tant la décision de l'AMF que l'arrêt de la cour d'appel de Paris apportent des éclaircissements concernant les modalités d'appréciation de la condition d'illiquidité subordonnant la mise en œuvre d'une OPR sur le fondement de l'article 236-1 du règlement général.

S'agissant tout d'abord de la période sur laquelle l'évolution de la liquidité du titre concerné doit être appréciée, l'AMF avait relevé que le nombre d'actions échangées annuellement avait été divisé par près de six entre 2018 et 2024, et par près de cinq entre 2016 et 2024. Sur ce point, la cour d'appel de Paris considère la période de référence pertinente, dès lors qu'« il s'agit de déterminer si l'illiquidité du titre Gaumont s'est dégradée depuis l'acquisition par l'actionnaire minoritaire ». Ce faisant, la cour rappelle la position qu'elle avait déjà énoncée dans l'affaire Bourrelier (mais à titre complémentaire uniquement), relevant alors que « la situation d'illiquidité du titre s'est accentuée dans le temps »⁶.

En outre, l'AMF avait exclu l'année 2017 de la période de référence étudiée, au motif qu'elle pouvait « être considérée comme exceptionnelle compte tenu de l'offre publique de rachat d'actions ayant eu lieu cette année-là », et est approuvée sur ce point également par la cour d'appel de Paris.

S'agissant ensuite de l'appréciation de l'incidence de cette illiquidité sur la situation du demandeur, l'AMF a calculé, conformément à sa pratique constante⁷, le délai dans lequel l'actionnaire minoritaire pourrait liquider sa participation entière « à des conditions normales de cours », ce qui implique de limiter ses ventes afin de ne pas peser excessivement sur le cours de bourse de la société ; pour simuler ceci,

l'AMF prend pour hypothèse un volume cédé représentant le quart des volumes quotidiens⁸. Or, l'AMF déduit de cette analyse que les demandeurs n'auraient pu céder leurs titres que dans un « délai théorique compris entre 6 et 17 ans », ce dont il résulte que « la possibilité pour les requérants de céder leurs titres sur le marché, dans des conditions normales de cours et de délai, apparaît durablement compromise et sans perspective d'amélioration ». L'AMF étudie également le temps écoulé entre les dernières acquisitions réalisées par les demandeurs autour de la période de l'OPRA⁹ et la demande d'OPR, mais cette condition de délai demeure floue, ce qui avait conduit certains auteurs à proposer de fixer un délai minimum « en dur », d'un an par exemple, entre la date de la demande et la clôture de la dernière offre publique ayant visé la totalité des titres de la cible¹⁰.

Ce faisant, l'AMF précise encore le délai théorique (en fonction des conditions de marché) permettant à un actionnaire minoritaire de céder ses titres sur le marché, qu'elle estime acceptable pour ne pas avoir à imposer le dépôt d'une OPR. Jusqu'alors, les décisions en la matière ne permettaient que d'affirmer avec certitude que, d'une part, un délai de 3 mois était acceptable¹¹ pour l'autorité boursière, alors qu'un délai de 27 ans était anormalement long¹², ce qui laissait une marge d'incertitude importante. La borne haute de la fourchette semble désormais être abaissée à 6 ans.

Comportement du demandeur. – L'existence d'une situation d'illiquidité avérée ne suffit pas ; encore faut-il que le comportement des demandeurs ne s'oppose pas à la recevabilité de leur demande devant l'AMF. L'un des principaux reproches qui peut être fait à un actionnaire demandeur, et qui a été ici mis en avant par le groupe familial, est d'être volontairement entré dans un marché qu'il savait illiquide et d'avoir donc provoqué son propre préjudice, en vue d'instrumentaliser la procédure d'OPR prévue à l'article 236-1 du règlement général.

Or, si le demandeur avait ici bien acquis ses titres Gaumont en 2017, concomitamment à l'OPRA, donc dans un contexte d'illiquidité, l'AMF déclare sa demande recevable, dès lors que le demandeur ne pouvait, à cette époque, raisonnablement anticiper la très forte réduction de la liquidité qui a suivi l'OPRA. Abondant dans le même sens, la cour d'appel juge que la seule acquisition de titres sur un marché peu liquide n'est pas susceptible, par principe, de faire obstacle à une demande d'OPR. En pareil cas, il sera cependant nécessaire que la liquidité se soit dégradée dans le temps pour que la demande du minoritaire ait des chances d'aboutir, ce qui suppose une analyse *in concreto*.

4 Pris en application de l'article L. 433-4 I 1° du code mon. fin.

5 AMF, D&I n°225C1744, 14 octobre 2025, Gaumont ; CA Paris, 19 mars 2026, RG n°25/17346, Gaumont.

6 CA Paris, 5-7, 26 nov. 2020, n°20/05013, Bourrelier Group, n°64 ; D. Bompoin, V. Ramonéda, BJB janv. 2021, n° 119p1, p. 39 ; S. Robert, JCP E 2021, 1130, n° 10 ; D. Lamarche, S. Martin-Gousset, H. Veillon, BJS févr. 2021, n°121u7, p. 30

7 CMF, D&I n° 203C0195, 10 févr. 2003, Consodata. – CA Paris, 1re ch., sect. H, 4 nov. 2003, n° 2003/03267, B. Maurin, D. Labbé, M. Labbé c/ Seat Pagine Gialle SpA. – AMF, rapp. annuel 2003, p. 85-86 (pour un délai de 3 mois). – AMF, D&I n° 220C1034, 19 mars 2020, Bourrelier Group. – CA Paris, pôle 5, ch. 7, 26 nov. 2020, n° 20/05013, aff. Bourrelier Group. – AMF, rapp. annuel 2020, p. 48-51 (pour un délai de 27 ans).

8 Seuil cohérent avec la limite d'impact applicable aux programmes de rachat dans les textes d'application du règlement n°596/2014 sur les abus de marché et notamment l'article 3.3 du règlement délégué n°2016/1052.

9 AMF, D&I n°225C1744, 14 octobre 2025, Gaumont.

10 D. Bompoin, V. Ramonéda, BJB janv. 2021, n° 119p1, p. 39.

11 CA Paris, 1re ch., sect. H, 4 nov. 2003, n° 2003/03267, B. Maurin, D. Labbé, M. Labbé c/ Seat Pagine Gialle SpA. – AMF, rapp. annuel 2003, p. 85-86.

12 CA Paris, 5-7, 26 nov. 2020, n°20/05013, Bourrelier Group, préc.

Conformément à sa pratique passée, l'AMF avait étudié la politique de la société en matière de liquidité du titre et en particulier si le contrat de liquidité qui avait été conclu en 2010, dont l'objectif était l'animation du titre, a effectivement été mis en œuvre, et a par ailleurs examiné si des opérations financières étaient survenues. On relève d'ailleurs que l'AMF compare dans sa décision le prix de la cession de bloc à Ciné Par de 98,20 euros par action au prix plafond du programme de liquidité de 75 euros ; alors qu'il n'est pas évident que l'évolution du cours de bourse doive entrer en ligne de compte en sus du critère de liquidité¹³.

L'AMF relève ainsi que le demandeur « ne pouvait pas en revanche raisonnablement anticiper l'absence de toute acquisition d'actions GAUMONT dans le cadre du programme de liquidité [...] mis en place par la société GAUMONT pendant ces huit années, ni l'absence de toute opération financière sur le titre GAUMONT sur cette même période, et ce, dans un contexte où, de plus, la société GAUMONT a maintenu, et a indiqué qu'elle souhaitait continuer de maintenir, la cotation de ses actions sur le marché réglementé, précisément parce que « la cotation en bourse permet de garder toutes les options ouvertes en matière de financement ». La cour constate dans le même sens qu'aucun élément ne laissait penser que le demandeur pouvait anticiper la dégradation de la liquidité du titre et que le rapport de l'expert indépendant réalisé pour l'OPRA ne suffisait à lui seul à déduire que la dégradation de la liquidité pouvait être anticipée 8 ans après.

Il se déduit donc de ce raisonnement qu'à l'inverse, comme le soulignaient deux auteurs, dans l'hypothèse où la situation d'illiquidité aurait préexisté à l'investissement du demandeur et ne se serait pas aggravée dans l'intervalle, sa demande aurait pu être déclarée irrecevable¹⁴.

En outre, et au résultat de ce qui précède, toute augmentation de sa participation par un actionnaire demandeur pendant la période d'aggravation de l'illiquidité semble devoir être sanctionnée par l'irrecevabilité de sa demande : l'AMF et la cour d'appel relèvent ainsi que les trois autres demandeurs avaient augmenté leur détention postérieurement à 2020, alors qu'aucune contrainte légale ne les y avait obligés, ce dont il découlait qu'ils avaient donc « adopté un comportement contraire à l'esprit de l'article 236-1 du règlement général ».

Stratégie commune. – *De facto*, la recevabilité de la demande d'OPR d'un actionnaire minoritaire profite aux autres actionnaires tant demandeurs que non demandeurs. La cour d'appel de Paris avait cependant énoncé dans l'affaire Bourrelier qu'il était fait exception à ce principe dans l'hypothèse où il était établi « que ceux-ci ont adopté de concert un comportement contraire à l'article 236-1 du RGAMF »¹⁵. Les requérants se prévalaient de cette exception pour faire valoir que la demande d'Axxion était irrecevable. Au soutien de cet argu-

ment, ils faisaient valoir que les demandeurs sont tous entrés au même moment au capital de Gaumont, qu'ils se sont coordonnés pour céder leurs titres à une même personne (l'un des minoritaires) en 2021 et en 2022 et qu'ils étaient représentés, dans le cadre de la demande d'OPR, par un conseil unique, l'ensemble de ces éléments devant démontrer l'existence d'une stratégie commune. La cour d'appel balaye les arguments des requérants au motif que dès lors que l'AMF a retenu, d'une part, qu'Axxion n'avait pas eu un comportement contraire à l'esprit de l'article 236-1 du règlement général, et, d'autre part, que les trois autres minoritaires auraient eu un tel comportement, il ne pouvait exister de concertation entre eux.

Tirant les conséquences du rejet de son recours par la cour d'appel, le groupe familial Seydoux a déposé, le 13 avril 2026, une OPR au prix de 90 € par action¹⁶, laquelle suscitera très probablement de vives discussions entre les minoritaires, l'expert indépendant et l'initiateur¹⁷.

2. L'affaire Tarkett : clarification des conditions de désignation de l'expert indépendant

L'arrêt rendu par la cour d'appel de Paris le 20 novembre 2025 dans l'affaire Tarkett permet de revenir sur le processus de désignation de l'expert indépendant¹⁸ en matière d'offre publique, à l'occasion d'un cas d'application original de la figure de l'« offre en deux temps » (soit la situation où une deuxième offre publique est initiée quelques mois – ici quelques années – après une première offre n'ayant pas abouti à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire¹⁹). La plupart du temps, le prix de la deuxième offre est supérieur à celui de la première ; or, dans le cas Tarkett, on observe que le prix de la deuxième offre (16 euros, relevé à 17 euros par action) est inférieur à celui de la première (20 euros par action), ce qui a suscité des critiques de la part des actionnaires minoritaires²⁰, et implique une vigilance particulière s'agissant des travaux de l'expert indépendant. La cour d'appel fait preuve dans l'arrêt commenté d'une rigueur bienvenue dans l'appréciation de l'indépendance de celui-ci.

Désignation de l'expert indépendant. – Dans le contexte de la préparation de l'offre, le conseil de surveillance de Tarkett avait formé un comité *ad hoc* le 24 janvier 2025, composé de trois membres du conseil de surveillance, qui avait désigné le même jour un expert indépendant, sur le fondement de l'article 261-1 I, 1^o, 2^o et 4^o du règlement général (société déjà contrôlée par l'initiateur ; accords connexes). Cependant,

13 D. Bompoin, V. Ramoneda, BJB janv. 2021, n° 119p1, p. 39.

14 D. Bompoin, V. Ramoneda, BJB janv. 2021, n° 119p1, p. 39 ; O. de Baillencourt, Droit des sociétés n° 2, février 2021, comm. 23.

15 CA Paris, 5-7, 26 nov. 2020, n°20/05013, Bourrelier Group.

16 AMF, D&I n°226C0511 du 13 avril 2026.

17 B. de Rouillac, Les minoritaires de Gaumont valorisent le groupe a minima à 200 euros par action, L'Agefi, 31 mars 2026.

18 A.-C. Muller, V. Ramoneda, Chronique de droit des offres publiques 2025, Revue de Droit bancaire et financier n° 1, Janvier-février 2026, 1.

19 O. Huyghues Despointes, S. Robert, L'initiateur d'une offre publique dispose-t-il d'un fusil à deux coups ? Revue Droit & Affaires 2022, p. 188 et s.

20 L. Boisseau, Pourquoi les actionnaires minoritaires de Tarkett ont le sentiment d'être lésés, Les Echos, 18 mars 2025 ; L. Boisseau, Tarkett : l'offre de retrait continue de diviser actionnaires et experts, Les Echos, 5 mai 2025.

lors de l'instruction de l'offre, l'AMF a constaté que l'un des deux membres indépendants du comité *ad hoc* ne présentait pas de garanties d'indépendance suffisantes au sens du code AFEP-MEDEF, de sorte que le comité *ad hoc* ne répondait pas aux exigences de composition de l'article 261-1 III du règlement général. Le conseil de surveillance de Tarkett a alors, en application de l'article 261-1-1 du règlement général, soumis à l'AMF l'identité de l'expert indépendant qu'il envisageait de désigner. Le 25 mars 2025, l'AMF a informé Tarkett de sa décision de ne pas s'opposer à la désignation de l'expert.

Le requérant critiquait un recours tardif à la procédure de non-opposition prévue à l'article 261-1-1 du règlement général, notamment dans la mesure où l'expert indépendant avait commencé sa mission dès sa nomination le 24 janvier 2025 et où plusieurs réunions de travail s'étaient tenues avant que la procédure de non-opposition ne soit mise en œuvre. Sur ce point, la cour d'appel énonce d'abord qu'il est indifférent que le comité *ad hoc* ait préexisté préalablement à la demande formée par la société Tarkett à l'AMF, et ajoute qu'il n'existe aucun délai imparti pour mettre en œuvre la procédure de non-opposition lorsque la société prend connaissance de l'impossibilité de constituer un comité *ad hoc*.

Le requérant avançait encore que l'information transmise à l'AMF était insuffisante pour lui permettre d'apprécier son indépendance. La cour d'appel rejette cet argument, en constatant que l'information exigée avait bien été fournie à l'AMF, et qu'en l'absence de motifs raisonnables susceptibles de remettre en cause les compétences ou garanties notamment d'indépendance de l'expert, il n'y avait pas lieu de s'opposer à la nomination de celui-ci. À cet égard, on rappellera les décisions du 25 octobre 2024 dans lesquelles l'AMF s'était opposée à la nomination de l'expert indépendant sur le fondement de l'article 261-1-1 II du règlement général alors qu'elle ne s'y était pas formellement opposée lors de la demande initiale formulée sur le fondement du I du même article par les sociétés concernées²¹.

Indépendance vis-à-vis de l'initiateur. – Le requérant remet en cause l'indépendance de l'expert vis-à-vis de l'initiateur de l'offre, pour une variété de raisons : le relèvement du prix de l'offre résulterait de « négociations » entre l'expert et l'initiateur, auxquelles les minoritaires n'ont pas pu participer ; les honoraires de l'expert ont été plus importants que ceux initialement envisagés, ce qui remettrait en cause son objectivité ; et l'expert indépendant n'aurait pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles qui lui avaient été communiquées par les dirigeants de la société cible, ce qui priverait le rapport d'un regard critique et indépendant. Ces critiques ne sont d'ailleurs pas nouvelles : dans l'offre Waga Energy de 2025, un actionnaire minoritaire avait mis en cause l'indépendance de l'expert au motif que celui-ci était in-

tervenu sur plusieurs offres impliquant le même initiateur²².

La cour d'appel de Paris rejette chacun des arguments du requérant. Elle rappelle tout d'abord que l'expert indépendant entretient naturellement des échanges avec l'initiateur, comme le prévoit la doctrine de l'AMF²³, puis note que le relèvement du prix, favorable aux actionnaires minoritaires, avait bien fait l'objet d'une nouvelle note d'information, de sorte que les actionnaires minoritaires avaient donc pu présenter leurs observations à l'expert comme en témoigne *l'addendum* de son rapport. En outre, la cour d'appel juge qu'un complément de rémunération est tout à fait permis par les textes dès lors qu'il est justifié²⁴, et rappelle enfin que si l'expert indépendant doit faire un examen critique des données qui lui sont transmises, il n'intervient pas comme auditeur et il ne lui revient donc pas de vérifier la fiabilité des données mais uniquement d'en apprécier la vraisemblance et la cohérence.

Indépendance vis-à-vis des établissements présentateurs.

– L'article 1er de l'instruction 2006-08 fournit une liste non-limitative de cas dans lesquels l'expert indépendant est considéré comme étant dans une situation de conflit d'intérêts ; seule l'existence de liens juridiques ou de liens de capital entre l'établissement présentateur et l'expert (ce qui est rare) y est visée. En revanche, l'article 261-4 I du règlement général prévoit que « *l'expert indépendant ne doit pas intervenir de manière répétée avec le ou les mêmes établissements présentateurs ou au sein du même groupe lorsque la fréquence de ces interventions est susceptible d'affecter son indépendance* ». On sait qu'il s'agit d'une critique régulièrement soulevée par certains actionnaires.

Au cas présent, le requérant faisait valoir qu'il existait une dépendance financière de l'expert à l'égard des établissements présentateurs de l'offre, puisque l'activité du cabinet d'expertise dépendait très largement du choix fait par les deux banques présentatrices. Or, la part des expertises effectuées par l'expert dans des opérations impliquant les banques présentatrices représentait un fort pourcentage de son chiffre d'affaires réalisé au titre des expertises indépendantes, étant précisé que le requérant estimait que seul ce chiffre d'affaires, limité à l'activité d'expertise indépendante, et non le chiffre d'affaires global du cabinet de conseil, devait être pris pour référence.

Cette référence au chiffre d'affaires de l'activité d'expertise indépendante fait écho aux décisions de l'AMF du 25 octobre 2024 dans lesquelles le chiffre d'affaires de l'activité expertise indépendante avait été isolé au sein du chiffre d'affaires global du cabinet afin d'étudier l'indépendance de l'expert²⁵. À rebours, la cour d'appel énonce ici qu'il convient d'apprécier

21 AMF, D&I n° 224C2083, 25 octobre 2024, Société industrielle et financière de l'Artois ; AMF, D&I n° 224C2084, 25 octobre 2024, Compagnie du Cambodge ; AMF, D&I n° 224C2085, 25 octobre 2024, Financière Moncey.

22 Rapport de l'expert indépendant (p. 89) inclus dans la note d'information établie par la société Waga Energy en réponse à l'offre publique d'achat simplifiée initiée par Box BidCo SAS, visée par l'AMF sous le numéro 25-455 le 21 novembre 2025.

23 Article 4 de l'instruction AMF DOC-2008-06.

24 Article 3§6 de l'instruction AMF DOC-2008-06.

25 AMF, D&I n° 224C2083, 25 octobre 2024, Société industrielle et financière de l'Artois ; AMF, D&I n° 224C2084, 25 octobre 2024, Compagnie du Cambodge ; AMF, D&I n° 224C2085, 25 octobre 2024, Financière Moncey.

le chiffre d'affaires au regard du chiffre d'affaires total du cabinet de conseil, et non des seuls montants perçus au titre de l'activité d'expertise indépendante. Dans le même sens, elle explique qu'à défaut d'établir que cette activité constitue une activité essentielle pour le cabinet en question, la dépendance financière ne peut être étudiée qu'au regard de son chiffre d'affaires global. La cour d'appel de Paris rappelle également que les établissements présentateurs n'interviennent en aucun cas dans le choix de l'expert indépendant, puisque celui-ci est désigné par la société cible. Si cette observation est exacte du point de vue juridique, il est vrai que les établissements présentateurs peuvent, dans certaines situations, exercer une influence de fait dans le processus de sélection.

Période de référence. – L'article 1er de l'instruction 2006-08 énonce que l'existence d'une situation de conflit d'intérêts doit être appréciée par rapport aux interventions de l'expert concerné sur une période de référence de dix-huit mois précédant la date de sa désignation. Cette même période de référence était reprise par l'AMF dans sa décision, et n'était pas remise en cause par la cour d'appel.

En ce point également, l'arrêt commenté contraste avec les décisions rendues par l'AMF le 25 octobre 2024, dans lesquelles l'autorité boursière avait constaté que « *les dispositions de l'article 261-4 du règlement général ne mentionnent aucune restriction, notamment en termes de période de référence, étant précisé qu'une période trop courte ne permet pas d'apprécier une éventuelle répétition s'agissant d'opérations financières nécessitant par nature plusieurs mois de préparation et de réalisation* »²⁶ et avait en conséquence fait référence à une période de douze ans pour apprécier l'indépendance de l'expert.

En pratique, les grands groupes ayant fréquemment recours à des cabinets de conseil pour l'accomplissement de missions de nature variée (hors expertise indépendante), la prise en compte d'une période de référence excessivement longue peut engendrer des difficultés importantes dans la sélection d'un expert indépendant à l'occasion d'une offre publique. La cour semble en tenir compte.

3. L'affaire Biophytis : absence de responsabilité civile en cas de violation de la doctrine de l'AMF

Mise en place d'une equity line. – La société Biophytis, active dans le secteur des biotechnologies, s'est introduite en bourse en 2015 sur Euronext Growth, puis en 2021 sur le NASDAQ (via un programme d'american depositary shares). En 2019, afin de financer sa croissance, Biophytis avait conclu avec la société Negma un contrat d'émission d'ORNANE avec BSA attachés, pour un montant total de 24 millions d'euros, aux termes duquel Negma devait avancer lesdits fonds à Biophytis, et bénéficiait en retour du droit d'en exiger le rem-

boursement par tranches séquencées. Comme il est d'usage dans ce type de financement, généralement visé sous le nom d'« *equity lines* » (ou encore, en français, « PACEO »), l'émetteur pouvait, à son choix, rembourser Negma en numéraire ou par la conversion d'obligations en actions, selon une parité incluant une décote par rapport au cours de bourse historique moyen de Biophytis, de sorte à assurer à Negma la réalisation d'un profit en cédant sur le marché les actions reçues (ou en les vendant à découvert avant de les recevoir).

Nullité du contrat et action en responsabilité. – La vente systématique par Negma des actions émises par Biophytis en remboursement de l'ORNANE (l'option de remboursement par conversion étant favorisée par Biophytis afin de préserver sa trésorerie) a nécessairement exercé une pression baissière sur son cours de bourse (d'autant que la chute du cours de bourse entraînait un accroissement du nombre d'actions émises, et donc cédées), et celle-ci a alors résilié le contrat d'émission en avril 2020. Assignée en paiement de dommages et intérêts par Negma, Biophytis a reconventionnellement sollicité la nullité du contrat et, à titre subsidiaire, engagé la responsabilité de Negma, notamment pour violation de la doctrine de l'AMF – c'est ce dernier point qui sera étudié ici.

Le 16 mars 2021, le tribunal de commerce de Paris déboute l'émetteur de ses demandes, et le jugement est confirmé le 17 janvier 2023 par la cour d'appel de Paris²⁷, qui déboute l'émetteur de son action en responsabilité précitée. L'arrêt est partiellement cassé par la Cour de cassation du 9 juillet 2025, mais pas sur ce point, pour lequel la Cour de cassation énonce que « *la méconnaissance d'une position-recommandation de l'AMF, laquelle n'a pas de force obligatoire, ne peut, à elle seule, constituer une faute civile* » (§ 21). Cet attendu contient plusieurs affirmations qui méritent qu'on s'y arrête.

L'absence de caractère contraignant de la doctrine de l'AMF. – Selon la Cour de cassation, la doctrine de l'AMF « *n'a pas de force obligatoire* ». Il convient ici de rappeler qu'en principe, l'AMF dispose uniquement d'un pouvoir réglementaire spécial strictement délimité par l'article L. 621-6 alinéa 1 du code monétaire et financier qui lui permet de « *prendre un règlement général qui est publié au Journal officiel de la République française, après homologation par arrêté du ministre chargé de l'économie* », dont le champ est défini aux articles L. 621-7 et L. 621-7-1 du même code. Cependant, comme le souligne le Conseil d'État, le « caractère très technique et évolutif des activités financières » suppose « *une abondante production de normes d'interprétation, le droit dur ne pouvant régler toutes les questions* »²⁸, ce qui fait du droit financier une « *terre d'élection du droit souple* »²⁹. C'est pourquoi le législateur a permis, depuis l'époque de la COB, au régulateur boursier de « *publier des instructions et des recommandations aux fins de préciser l'interprétation*

27 CA Paris, pôle 5, ch. 16, 17 janv. 2023, n°21/06879.

28 CE, « Le droit souple », 2013, étude annuelle, p. 36.

29 A.-C. Muller, Droit financier – Les opérations de marché, 2023, *Economica*, p. 53.

26 AMF, D&I n° 224C2083, 25 octobre 2024, Société industrielle et financière de l'Artois ; AMF, D&I n° 224C2084, 25 octobre 2024, Compagnie du Cambodge ; AMF, D&I n° 224C2085, 25 octobre 2024, Financière Moncey.

du règlement général »³⁰, ce dont l'AMF (à l'instar des autorités européennes) a fait un usage abondant : on recense aujourd'hui près de 200 instruments de doctrine publiés sur son site internet, s'adressant aux sociétés cotées et aux entités régulées sur des sujets aussi variés que l'information financière, les offres publiques, les placements collectifs ou encore les actifs numériques.

À première vue, l'affirmation du caractère non-contraignant de la doctrine de l'AMF tombe sous le sens : affirmer le contraire et sanctionner la violation de ces instruments reviendrait à lui reconnaître un pouvoir réglementaire excédant la délégation qui lui est consentie, et à laquelle le juge ne saurait prêter son concours. Pour autant, si le droit souple secrété par l'AMF n'a pas, à strictement parler, « force obligatoire », il ne fait pas de doute qu'elle exerce une véritable influence sur le comportement des acteurs auxquels elle s'adresse. À commencer par le fait que l'AMF elle-même applique sa doctrine dans l'exercice de ses missions et dans ses interactions avec les sociétés cotées et les entités régulées. Pour prendre l'exemple des opérations financières, qui nous est le plus familier, l'émetteur désireux de lever des fonds sur les marchés anticipera que l'AMF, dans son examen du prospectus qui lui est soumis, examinera la conformité du document à sa doctrine³¹ et émettra son visa en conséquence. Il en est de même s'agissant du projet de note d'information qui sera soumis au collège de l'AMF dans le cadre d'une offre publique³². La pression sur l'émetteur peut également provenir du marché, qui exigera que la société se conforme aux meilleures pratiques de gouvernance et aux plus hauts standards de droit boursier, extériorisés par ladite doctrine, et éventuellement relayés par l'AMF qui peut chaque année, dans son rapport sur le gouvernement d'entreprise, pointer du doigt celles des sociétés cotées dont elle estime qu'elles sortent du rang, selon la pratique du « *name and shame* ». Dans ces circonstances, la doctrine de l'AMF est « ressentie comme étant obligatoire »³³.

L'influence de fait qu'exercent les déclarations de l'AMF a été reconnue il y a dix ans par le juge administratif à l'occasion de l'affaire *Fairvesta International GmbH*³⁴, où le Conseil d'État a énoncé que la doctrine boursière peut être « *de nature à produire des effets notables, notamment de nature économique* » ou avoir « *pour objet d'influer de manière significative sur les comportements des personnes auxquelles ils s'adressent* », auxquels cas le recours visant à remettre en cause la légalité de ces actes doit être reçu. En somme, l'absence de sanction par le juge de la violation de la doctrine de l'AMF ne suffit pas à épuiser la contrainte exercée par celle-ci sur les acteurs du marché, qu'une analyse factuelle révèle.

30 Art. L. 621-6, al. 2 du code monétaire et financier.

31 Et notamment la position-recommandation AMF DOC-2020-06, qui constitue le « Guide d'élaboration des prospectus et information à fournir en cas d'offre au public ou d'admission de titres financiers ».

32 L'AMF pourra par exemple exiger le respect, sur la base du principe *comply or explain*, de la règle de prix plancher énoncée à l'article 2.a) de l'instruction AMF DOC-2006-07.

33 CE, « Le droit souple », 2013, étude annuelle, p. 106.

34 CE, 21 mars 2016, n°368082, sp. §4

La nécessité de distinguer entre les instruments de doctrine. – L'incise de la Cour de cassation, qui précise que la doctrine de l'AMF n'a pas « *à elle seule* » force obligatoire, interroge : dans quelles hypothèses la violation du droit souple édicté par l'AMF peut-elle être sanctionnée ? La première situation qui vient à l'esprit est celle de la doctrine « transparente », c'est-à-dire celle qui se borne à reprendre, sans y ajouter, une norme légale ou réglementaire dont la violation doit, à l'évidence, être sanctionnée par le juge. Ceci suppose de distinguer entre les différents instruments employés par l'AMF. L'absence de caractère contraignant des « recommandations » semble s'imposer, dans la mesure où celles-ci sont des « *invitations à adopter un comportement ou à se conformer à une disposition, comportement ou disposition que l'AMF considère comme susceptibles de faciliter la réalisation des objectifs des normes ou principes généraux relevant de son champ de compétence* » : elles n'ont donc pas d'assise légale ou réglementaire, et l'AMF reconnaît volontiers que « *de manière générale, le non-respect d'une recommandation ne peut, en lui-même, caractériser une violation de la réglementation* »³⁵. La situation est plus délicate s'agissant des « instructions », qui constituent l'interprétation du règlement général de l'AMF, et des « positions », qui interprètent les dispositions législatives et réglementaires entrant dans le champ de l'AMF³⁶. Leur caractère interprétatif implique en principe qu'elles fassent corps avec les dispositions auxquelles elles se rapportent, et qu'elles bénéficient donc également de la force obligatoire s'attachant à leur nature légale ou réglementaire. Cependant, encore faut-il que l'instruction ou la position se borne véritablement à interpréter les dispositions concernées – ce qui n'est pas l'avis de tous les auteurs, certains n'hésitant pas à évoquer « *certaines positions adoptées en dehors de toute base légale (voire contra legem)* »³⁷.

Une autre hypothèse dans laquelle la violation de la doctrine de l'AMF pourrait être sanctionnée par le juge est celle où elle aura été incorporée dans un instrument contractuel, qui se référerait au respect d'une certaine doctrine³⁸ : elle bénéficiera alors de la force obligatoire du contrat³⁹, dans la limite de son effet relatif. Il est d'ailleurs remarquable que le demandeur ait ici cherché à engager la responsabilité contractuelle du défendeur pour violation de la position-recommandation DOC-2020-06 : ce faisant, il semble considérer que celle-ci avait été implicitement intégrée au contrat, ce que la Cour de cassation n'admet pas.

En somme, si le principe est énoncé clairement par la Cour de cassation, sa mise en œuvre par les praticiens sera probablement plus difficile, et il conviendra de suivre avec attention tout éclaircissement supplémentaire qui pourrait être apporté par la jurisprudence ou l'AMF en la matière. On constatera notamment qu'il s'agissait ici d'un litige entre opé-

35 AMF, « Principes d'organisation et de publication de la doctrine de l'AMF », 2020.

36 Ibid.

37 H. Synvet, BJB janv. 2026, n°BJB202m3.

38 T. Saupin, BJS oct. 2025, n°BJS204c8.

39 Art. 1103 du code civil.

rateurs privés, et que la doctrine de l'AMF devrait conserver une certaine pertinence dans les rapports que ces derniers entretiennent avec elle. ■