

Enseignements procéduraux de la saga Vivendi

Auteur(s)



Marine de Montecler

Avocate au barreau de Paris, Counsel
Hogan Lovells Cadwalader



Arnaud Raynouard

Agrégé des Facultés de droit
Professeur à l'Université Paris Dauphine-PSL

1. La saga judiciaire qui a opposé le fonds CIAM à Vivendi et Bolloré a fait couler beaucoup d'encre. Les différents revirements de la Cour d'appel de Paris et de la chambre commerciale de la Cour de cassation autour de la notion de contrôle de fait au sens de l'article L. 233-3, I, 3° du code de commerce ont, en effet, polarisé l'attention, tant pour leur intérêt doctrinal que pour leur effet potentiel sur l'opération en cause, la scission de Vivendi.

2. Il ne s'agit pourtant pas là du seul point d'intérêt des décisions rendues à l'occasion de ce litige. En effet, en sus de ces questions de droit substantiel, cette affaire a été l'occasion de plusieurs éclairages procéduraux sur lesquels il nous a semblé intéressant de revenir à l'occasion de cette chronique.

3. Pour en comprendre les enjeux, il convient de rappeler tout d'abord la genèse de cette affaire. Fin 2023, Vivendi annonce son projet de scinder ses activités en quatre entités distinctes cotées en bourse sur différentes places de cotation. Ce projet de scission conduisant Louis Hachette Group, à l'issue de l'opération, à franchir le seuil de 30 % du capital et des droits de vote de Lagardère SA, ce qui a pour effet de déclencher l'obligation de déposer un projet d'offre publique d'achat sur les titres de Lagardère SA, Louis Hachette Group demande à l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « AMF »), le 26 septembre 2024, l'octroi d'une dérogation à cette obligation. Cette dérogation est accordée par l'AMF aux termes de sa décision n°224C2288 du 13 novembre 2024¹ à l'origine de la présente affaire.

Ce n'est toutefois pas cette partie de la décision qui a fait naître le contentieux qui nous intéresse ici, mais la première partie de cette décision, aux termes de laquelle l'Autorité « constat[e] que les conditions de contrôle de l'article L. 233-3 du code de commerce ne sont pas remplies et que la société Bolloré SE ne peut pas être considérée comme contrôlant la société Vivendi SE au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ». Un actionnaire minoritaire de Vivendi, le fonds CIAM, avait, en effet, saisi l'AMF le 28 octobre 2024 pour lui demander d'enjoindre le groupe Bolloré, présenté comme contrôlant Vivendi, de l'informer du projet de scission afin que l'AMF puisse apprécier, en application de l'article 236-6 du règlement général de l'AMF (ci-après « RGAMF »), s'il y avait lieu de mettre en œuvre une offre publique de retrait.

Insatisfait de la décision sur ce point, CIAM formait un recours en annulation contre celle-ci « en ce qu'elle a considéré que l'article 236-6 du RGAMF 'mise en œuvre éventuelle d'une OPR' n'était pas applicable dans le cadre du projet de scission de Vivendi ». La Cour d'appel de Paris rend une décision sur ce recours le 22 avril 2025². Des pourvois ayant été formés par Vivendi et Bolloré à l'encontre de l'arrêt de la Cour d'appel, la chambre commerciale de la Cour de cassation se prononce par deux décisions du 28 novembre 2025³. Sur renvoi après cassation partielle, la Cour d'appel de Paris rend de nouveau une décision dans ce dossier le 8 juillet 2026⁴. Cette dernière décision ne traitant toutefois pas des aspects procéduraux qui font l'objet de la présente chronique, elle ne sera pas évoquée ici.

4. La première question tranchée par la Cour d'appel de Paris aux termes de son arrêt du 22 avril 2025 est celle de la recevabilité du recours de CIAM, contestée par Vivendi et Bolloré. Pour y répondre, la Cour d'appel de Paris, suivie sur ce point par la Cour de cassation, se prononce sur la nature de la décision de l'AMF du 13 novembre 2024, estimant qu'il s'agit d'une décision individuelle faisant grief (I.).

Cette qualification fondant ainsi la possibilité d'un recours, la Cour d'appel de Paris et la Cour de cassation peuvent se prononcer sur ce recours, et rappellent à cette occasion l'obligation de motivation à laquelle une telle décision individuelle est soumise (II.).

Enfin, et c'est peut-être là l'apport principal de ces décisions sur le volet procédural, afin de déterminer les conséquences de l'annulation partielle prononcée, la Cour de cassation se prononce sur la nature de ce recours le qualifiant de recours en annulation ce qui exclut tout pouvoir de réformation de la décision du 13 novembre 2024 par la Cour d'appel lui permet mais en revanche de se prononcer, au fond, sur l'existence ou non d'un contrôle de la société sciendée (III.).

¹ AMF, 13 novembre 2024, déc. n°224C2288.

² CA Paris, Pôle 5 chambre 7, 22 avril 2025, n°24/19036.

³ Cass. Com., 28 novembre 2025, n°25-14.362, publié au bulletin, Cass. Com., 28 novembre 2025, n°25-14.467, publié au bulletin.

⁴ CA Paris, Pôle 5 chambre 7, 8 juillet 2026, n°25/20399.

I. La qualification de décision individuelle et la recevabilité du recours

5. Pour comprendre pourquoi la qualification de la décision, par laquelle le collège de l'AMF a considéré que les dispositions de l'article 236-6 du RGAMF n'étaient en l'espèce pas applicables, posait ici question, il faut revenir sur l'origine de cette décision.

6. L'article 236-6 du RGAMF, dans sa rédaction applicable au litige, dispose que :

« La ou les personnes physiques ou morales qui contrôlent une société, au sens de l'article L. 233-16 du code de commerce, informent l'AMF :

1. *Lorsqu'elles se proposent de soumettre à l'approbation d'une assemblée générale extraordinaire une ou plusieurs modifications significatives des dispositions statutaires, notamment celles relatives à la forme de la société, aux conditions de cession et de transmission des titres de capital ainsi qu'aux droits qui y sont attachés;*
2. *Lorsqu'elles décident le principe de la fusion-absorption de cette société par la société qui en détient le contrôle, de la cession ou de l'apport à une autre société de la totalité ou du principal des actifs, de la réorientation de l'activité sociale ou de la suppression, pendant plusieurs exercices, de toute rémunération de titres de capital.*

L'AMF apprécie les conséquences de l'opération prévue au regard des droits et des intérêts des détenteurs de titres de capital ou des détenteurs de droits de vote de la société et décide s'il y a lieu à mise en œuvre d'une offre publique de retrait. [...] » (en gras par nous).

En l'espèce, dans la mesure où elle estimait non remplies les conditions de cette disposition du RGAMF, Bolloré n'avait évidemment pas saisi l'AMF sur ce fondement.

Les services de l'AMF avaient toutefois soulevé d'eux-mêmes la question d'un éventuel contrôle de Bolloré sur Vivendi et de l'applicabilité subséquente de cet article au projet de scission qui leur était présenté. Ils ont donc examiné précisément ces questions, échangeant à plusieurs reprises avec Vivendi à ce sujet.

De son côté, CIAM avait demandé à l'AMF d'apprécier, en application de cet article, s'il y avait lieu de mettre en œuvre une offre publique de retrait (ci-après « OPR ») aux termes d'un courrier en date du 28 octobre 2024.

C'est dans le prolongement de ces échanges que le collège de l'AMF a fait le choix, expressément exposé dans sa décision, de prendre position sur ces questions.

7. Pour déterminer si le recours de CIAM à l'encontre de cette décision était recevable, il fallait dès lors déterminer si cette « prise de position » de l'AMF constituait ou non une décision individuelle au sens de l'article L. 621-30 du code monétaire et financier.

8. Vivendi et Bolloré contestaient cette qualification, et partant la recevabilité du recours, soutenant notamment que le constat par l'AMF de l'absence de contrôle de Bolloré sur Vivendi était un simple préalable, ou constat déclaratif, conditionnant l'application de l'article 236-6 du RGAMF. Selon elles, seule une décision de l'AMF imposant ou refusant effectivement la mise en œuvre d'une OPR aurait eu une portée décisive et aurait modifié l'ordonnancement juridique. Vivendi et Bolloré arguaient également que le constat litigieux ne faisait pas grief à CIAM et ne pouvait donc fonder la recevabilité de son recours.

9. Pour rejeter cette analyse et estimer que cette prise de position, formellement exprimée dans la décision remise en cause par CIAM avait bien un caractère décisionnel, la Cour d'appel de Paris a tout d'abord précisé l'objet du recours. Elle a ainsi relevé que, contrairement à ce que soutenaient Vivendi et Bolloré, le recours de CIAM ne portait pas seulement sur le constat de l'absence de contrôle de Bolloré sur Vivendi, « mais aussi et surtout sur la conséquence qui en est tirée, à savoir l'applicabilité de l'article 236-6 du RGAMF au projet de scission de Vivendi »⁵.

Dans un second temps, la Cour d'appel de Paris s'est attachée à la forme de la décision du collège de l'AMF. Elle a ainsi relevé qu'elle comportait deux titres distincts reflétant les travaux préparatoires de la décision. La Cour relève à cet égard que le recours de CIAM correspondait exactement au premier des deux titres et en conclut donc que « le titrage de cette décision, comme [les travaux préparatoires], sont de nature à conférer [à la partie de la décision faisant l'objet du présent recours] un caractère décisionnel »⁶.

Enfin, la Cour d'appel de Paris a fondé sa décision sur le contenu des paragraphes objets du recours. Elle a ainsi considéré qu'en écartant l'application de l'article 236-6 du RGAMF, l'AMF ne s'est pas borné à communiquer une simple information au marché, comme le soutenaient Vivendi et Bolloré, mais qu'elle a écarté toute mise en œuvre d'une OPR obligatoire dont la vocation est de protéger les actionnaires minoritaires. Ce faisant, la Cour a estimé que la décision de l'AMF faisait grief à CIAM, en sa qualité d'actionnaire minoritaire. La Cour relève que CIAM avait expressément demandé à l'AMF, par courrier en date du 28 octobre 2024, d'apprécier s'il y avait lieu de mettre en œuvre une OPR. Enfin, la Cour d'appel écarte l'analyse de Bolloré prétendant assimiler la décision du Collège à un rescrit boursier (ne faisant pas grief).

⁵ CA Paris, Pôle 5 chambre 7, 22 avril 2025, n°24/19036.

⁶ CA Paris, Pôle 5 chambre 7, 22 avril 2025, n°24/19036.

10. Aux termes de ses arrêts du 28 novembre 2025, la chambre commerciale de la Cour de cassation a confirmé cette analyse, estimant que :

« une décision du collège de l'AMF retenant que les dispositions de l'article 236-6 du règlement général de l'AMF ne sont pas applicables à l'opération de restructuration d'une société, faute d'avoir été décidée par un actionnaire de contrôle au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, fait nécessairement grief aux actionnaires minoritaires de cette société en ce qu'elle les prive de l'examen, par ce collège, de l'atteinte causée par cette opération à leurs droits et intérêts et, par suite, du droit dont dispose le collège d'imposer, le cas échéant, le dépôt d'une OPR. Il s'ensuit que les actionnaires minoritaires sont recevables à former un recours à l'encontre d'une telle décision »⁷.

11. La Cour d'appel de Paris, suivie en ce sens par la Cour de cassation, retient ainsi une vision pragmatique et, à certains égards, téléologique et finaliste, de la notion de « décision individuelle ». Cette notion relève avant tout de la jurisprudence administrative, le Conseil d'Etat ayant d'ailleurs ouvert progressivement le recours en excès de pouvoir à l'encontre de toutes sortes de décisions ayant un impact sur la situation juridique d'une personne (sanctions disciplinaires en prison, déclassement d'emploi, circulaires et « droit souple »). Pour la Cour de cassation, dont la jurisprudence n'offre pas véritablement de notion particulière de la « décision individuelle », le fondement de son approche est à trouver dans l'article 31 du code de procédure civile subordonnant l'action en justice à celui qui y a un intérêt légitime⁸. Intérêt légitime et effet sur la situation d'une partie sont donc les conditions d'ouverture d'un recours contre un acte, quel qu'il soit.

12. Un « constat » de l'AMF peut ainsi, dans certaines circonstances, se voir conférer un caractère décisionnel. C'est le cas, en l'espèce, en raison des conséquences de ce « constat », à savoir la non-application de l'article 236-6 du règlement général de l'AMF, laquelle fait grief aux actionnaires minoritaires en excluant la mise en œuvre d'une OPR obligatoire qui vise à les protéger.

La qualification de décision individuelle, faisant grief, étant retenue, l'arrêt d'appel, confirmée par la Cour de cassation, juge le recours de CIAM recevable. Elle doit dès lors se prononcer sur ce recours et donc sur le respect par l'AMF de l'obligation de motivation.

II. L'annulation partielle de la décision du Collège de l'AMF pour défaut de motivation

13. Le recours de CIAM était, à titre principal, fondé sur le défaut de motivation de la décision du 13 novembre 2024.

Alors même qu'elle avait été précédée par des échanges nourris entre Vivendi et l'AMF on ne peut que constater que la décision du Collège était, sur ce point, rédigée dans des termes pour le moins concis :

« Il est rappelé que l'article 236-6 du règlement général renvoie à la notion de contrôle de l'article L. 233-3 du code de commerce, et non aux autres définitions du contrôle telles que celles formulées à l'article L. 233-16 du code de commerce. Dans ce contexte, l'Autorité a constaté que les conditions du contrôle de l'article L. 233-3 du code de commerce ne sont pas remplies et que la société Bolloré SE ne peut pas être considérée comme contrôlant la société VIVENDI SE au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, de sorte que l'article 236-6 du règlement général n'est pas applicable dans le cadre du projet de scission de la société VIVENDI SE »⁹.

14. Or, la jurisprudence a établi de longue date que les décisions individuelles de l'AMF doivent être motivées¹⁰.

La Cour d'appel de Paris rappelle, à cet égard, que « pour satisfaire à cette obligation de motivation, il appartient au Collège d'énoncer les considérations de fait et de droit servant de fondement à sa décision, afin de permettre, d'une part, aux personnes intéressées d'en comprendre la logique, le sens et la portée et, d'autre part, à la juridiction de recours d'exercer son contrôle »¹¹.

En l'espèce, elle relève que l'AMF ne précise pas en quoi Bolloré ne peut pas être considérée comme contrôlant Vivendi au sens de l'article L. 233-3 précité, alors que cette question était ici déterminante. Elle ajoute que l'exigence de motivation était, en l'espèce, d'autant plus prégnante qu'il y a peu de jurisprudence sur ce point et que des échanges « substantiels » ont eu lieu avec l'AMF. La Cour d'appel de Paris rejette, enfin, la tentative de pallier l'insuffisance de la motivation par la simple référence aux échanges entre l'AMF et Vivendi, rappelant que la motivation doit « se suffire à elle-même » et ne peut être complétée par des éléments extérieurs. La décision est dès lors partiellement annulée pour défaut de motivation.

Fort logiquement, la chambre commerciale de la Cour de cassation approuve la Cour d'appel sur ce point également¹².

⁹ AMF, 13 novembre 2024, déc. n°224C2288.

¹⁰ CA Paris, 1re ch., 13 juillet 1988. « Holophane » : JCP 1988, II, 15337, obs. Th. Forsbach et CA Paris, 1re ch., 3 mai 2001, Adam et autres c./Schneider Electric et autre : Bull. Joly Bourse, 2001, p. 609, obs. F. Bücher.

¹¹ CA Paris, Pôle 5 chambre 7, 22 avril 2025, n°24/19036.

¹² Cass. Com., 28 novembre 2025, n°25-14.362, publié au bulletin, Cass. Com., 28 novembre 2025, n°25-14.467, publié au bulletin.

⁷ Cass. Com., 28 novembre 2025, n°25-14.362, publié au bulletin, Cass. Com., 28 novembre 2025, n°25-14.467, publié au bulletin ; surligné par nous.

⁸ Cette disposition du code de procédure civile n'est pas invoquée par la Chambre commerciale, le pourvoi se fondant sur d'autres éléments.

15. Si elle n'est pas nouvelle, la confirmation que l'exigence de motivation n'est pas cantonnée aux décisions de sanction, mais s'étend aux décisions individuelles de l'AMF qui affectent les droits des acteurs du marché, y compris dans une situation où, comme c'était le cas en l'espèce, elle n'était pas saisie du point litigieux, est particulièrement bienvenue et for logique. Elle est d'ailleurs, indiscutablement, nécessaire pour la crédibilité et la légitimité du régulateur AMF !

III. La nature du recours et la mission du juge du fond des recours AMF

16. La Cour d'appel ayant partiellement annulé la décision attaquée, elle devait tirer les conséquences de cette annulation et déterminer si elle pouvait trancher la question du contrôle allégué de Bolloré sur Vivendi ou si elle devait renvoyer l'affaire à l'AMF pour lui permettre de trancher cette question.

La Cour d'appel jugeait qu'il résultait de la combinaison des articles R. 621-45, II du CMF et 561 du code de procédure civile que l'effet dévolutif de l'appel s'appliquait au recours contre une décision de l'AMF en matière d'offre publique. Elle en déduisait logiquement qu'elle était « tenue de statuer, en fait et en droit, sur l'existence d'un prétendu contrôle de Bolloré sur Vivendi, au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, et, partant, sur l'applicabilité ratione personae de l'article 233-6 du RGAMF à l'opération de scission de Vivendi »¹³.

17. Sur ce point, la chambre commerciale de la Cour de cassation ne suit pas le même raisonnement que les juges du fond et casse partiellement leur arrêt¹⁴.

Reprenant et précisant sa jurisprudence¹⁵ à cet égard, la Cour régulatrice qualifie le recours formé devant la Cour d'appel de Paris contre une décision individuelle de l'AMF relative à une offre publique de *recours en annulation* et en déduit que si la Cour d'appel dispose d'un pouvoir d'annulation, cela ne lui permet pas de réformer la décision qui lui est déférée.

La divergence de la position entre la Cour de cassation et la cour d'appel, doit être cantonnée avec précision puisqu'elle donne néanmoins raison à la Cour d'appel de Paris d'avoir statué sur l'existence d'un contrôle, relevant expressément que :

« il entre dans les pouvoirs de la cour d'appel de Paris d'apprécier, à l'occasion de ce recours, l'existence d'un contrôle au sens et pour l'application de l'article L. 233-3 du code de commerce ».

Certes, si l'arrêt lui-même n'explique pas pourquoi l'appréciation au fond rentrerait dans les pouvoirs de la Cour d'appel. Le commentaire de cet arrêt figurant dans la lettre de la

chambre commerciale y pourvoit¹⁶.

La Cour de cassation y précise en effet la logique juridique suivie :

« la question d'un contrôle au sens de ce texte est en effet une question de qualification juridique et, en la tranchant, la cour d'appel de Paris n'a pas pris position sur les autres conditions relatives au dépôt d'une offre publique obligatoire, qu'il appartient au premier chef à l'AMF d'examiner. Au demeurant, il entre dans les pouvoirs du juge, saisi à la requête de l'AMF ou du ministère public sur le fondement de l'article L. 223-5 du code de commerce, de constater l'existence d'un contrôle sur une ou plusieurs sociétés ».

Ainsi, si la Cour d'appel de Paris peut statuer sur l'existence d'un contrôle, ce n'est pas en raison de l'effet dévolutif du recours comme elle l'avait elle-même jugé, mais parce qu'il ne s'agit pas ici de décider – en lieu et place de l'AMF – de la mise en œuvre des dispositions de l'article 236-6 du RGAMF, mais uniquement de déterminer en droit si une société en contrôle une autre. L'office -traditionnel- du juge est de trancher la qualification juridique d'une situation, conformément à l'article 12 du code de procédure civile disant que « le juge tranche le litige conformément aux règles du droit qui lui sont applicables ». La distinction, subtile, est néanmoins fondamentale dans un État de droit : le juge ne se substitue pas aux parties pour l'application des textes, ici le RGAMF, mais restitue leur qualification en droit aux éléments en cause. Et il revient alors à celui qui a le pouvoir d'application -ici le régulateur- de se prononcer sur l'ensemble des éléments pertinents au regard de l'application du texte en cause (ici une OPR).

Ce pouvoir de qualification juridique, contrairement à celui résultant de l'article 236-6 du RGAMF, n'est pas réservé à l'AMF. D'ailleurs, sur le fondement de l'article L. 223-5 du code de commerce, l'AMF « aurait pu saisir le juge judiciaire de la question du contrôle »¹⁷, comme l'avait déjà relevé justement le Professeur Dominique Schmidt.

Cette décision de la chambre commerciale, qui permet de confirmer la nature du recours formé contre une décision individuelle de l'AMF relative à une offre publique, est convaincante, en dépit de sa mise en œuvre subtile : elle laisse à l'AMF ses prérogatives dans les domaines qui sont les siens, tout en permettant au juge d'« apprécier les éléments nécessaires à la solution du recours, dès lors qu'ils relèvent de la détermination du droit applicable »¹⁸. Cette décision, au-delà du droit financier, permet de comprendre la pertinence contemporaine de la formule *da mihi factum, tibi dabo jus* : non pas en réservant les faits aux parties, et le droit au juge, mais indiquant que le juge doit se prononcer sur l'interprétation du droit applicable. ■

13 CA Paris, Pôle 5 chambre 7, 22 avril 2025, n°24/19036.

14 Cass. Com., 28 novembre 2025, n°25-14.362, publié au bulletin, Cass. Com., 28 novembre 2025, n°25-14.467, publié au bulletin.

15 Cass. Com., 5 juillet 2017, n°15-25.121, publié au bulletin.

16 Lettre de la chambre commerciale, financière et économique, n°18 - Février 2026, p.7.

17 Dominique Schmidt, « La cour d'appel de Paris définit le contrôle de fait au sens de l'article L. 233-3, I, 3°, du Code de commerce et juge que Bolloré contrôle Vivendi », BJB mai 2025, n° BJB20212.

18 Nicolas Rontchevsky, Antoine Gaudemet, Frédéric Bucher, « OPA-OPE : contentieux », Encyclopédie Bourse, n° B_EO060, §038.