

Le concert fait grand bruit !

Développements autour de la décision «April» (CA Paris, 5-7, 18 décembre 2025, n°22/15396)

Auteur(s)



Joaquim Traoré

Avocat à la Cour, White & Case LLP

Par un arrêt du 18 décembre 2025 (n° 22/15396), la Cour d'appel de Paris s'est prononcée sur le recours formé contre la sanction prononcée par l'AMF, dans le cadre de l'affaire «April», en matière - entre autres - de caractérisation d'action de concert en lien avec des obligations déclaratives (étant précisé qu'un premier pourvoir devant le Conseil d'Etat avait été rejeté aux termes d'un arrêt du 29 mai 2024). S'agissant spécifiquement de la caractérisation d'une action de concert, la Cour d'appel de Paris sursoit à statuer et renvoie trois questions préjudicielles à la CJUE sur la conformité au droit européen d'une définition française du concert demeurée, depuis 1989, plus extensive que son modèle communautaire. Les éclairages apportés par les arrêts Adler et Valora, qui retiennent une lecture stricte de l'exception « offres publiques » à l'harmonisation maximale de la Directive Transparence, laissent entrevoir une possible remise en question de la notion d'action de concert telle qu'elle existe actuellement en droit français.

L'AMF, le Conseil d'Etat, la Cour d'appel de Paris et prochainement la Cour de Justice de l'Union Européenne ; décidément, beaucoup de matière grise aura été mise à contribution sur l'affaire April/AFI ESCA.

A la suite de son offre publique d'acquisition sur la société April réalisée en juillet 2019, CVC Capital Partners (via sa société affiliée dénommée Androméda Investissements ayant agi en tant qu'initiateur de l'offre publique) avait l'intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire mais ne put y parvenir immédiatement faute d'avoir atteint le seuil de 90 % du capital ou des droits de vote auquel cette procédure est conditionnée. Pour cause, M. Christian Burrus et des sociétés contrôlées par ce dernier avaient progressivement renforcé leur détention en capital et en droits de vote par des acquisitions sur le marché les conduisant à détenir, au total, 10,18 % du capital social de l'émetteur – de quoi contrecarrer le projet de retrait obligatoire affiché par l'initiateur de l'offre et amener ce dernier à la table des négociations concernant le prix auquel il pourrait s'offrir ces titres afin de pouvoir faire radier April de la cote. Un tel accord fut trouvé par la suite et le retrait de cote de la société April put être réalisé le 13 juillet 2020 après mise en œuvre d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire.

Les enquêteurs, le collège puis la commission des sanctions de l'AMF ont considéré (oserions-nous dire, de concert !) que (i) M. Burrus, AFI ESCA, AFI ESCA Holding, AFI ESCA IARD, AFI ESCA Luxembourg et Dôm Finance agissaient de concert et (ii) que ces derniers ont manqué à certaines obligations déclaratives prévues par le règlement général de l'AMF et par le Code de commerce en matière d'évolution de leurs détentions – y compris en période d'offre publique.

L'allégation d'un concert entre les mis en cause étant en l'espèce indispensable à la caractérisation des manquements

déclaratifs en question (étant précisé que d'autres manquements ont été par ailleurs caractérisés par la Commission des sanctions et contestés par les appelants), c'est naturellement sur la qualification d'action de concert entre M. Burrus et les autres personnes morales mises en cause qu'a porté le principal questionnement juridique s'agissant de l'appréciation desdits manquements. Ce questionnement, peut être résumé de la manière suivante : les acquisitions d'actions April réalisées par les mis en cause (certes de manière coordonnée) dans le contexte d'une offre publique caractérisent-elles une action de concert visant à la mise en œuvre d'une politique commune vis-à-vis de la société April au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce ? Avant de trancher à son tour, la Cour d'appel de Paris interroge – sans doute à bon escient – la Cour de Justice de l'Union Européenne (CJUE) afin de résoudre certaines incertitudes sur l'interprétation à retenir de la rédaction de l'article L. 233-10 du Code de commerce au regard du droit européen et sur une éventuelle distinction à opérer selon que la notion de concert est utilisée au sujet (i) de franchissements de seuils survenus en « période normale », (ii) de franchissements de seuils survenus dans le contexte d'une offre publique ou en période d'offre publique ou enfin (iii) d'obligations déclaratives prévus par des textes applicables uniquement en période d'offre publique.

Il ne sera pas inutile de revenir sur la généalogie de la notion d'action de concert telle que la connaît aujourd'hui le droit français (I) pour discuter ensuite de la manière dont cette notion a été appliquée en l'espèce par l'AMF et le Conseil d'Etat (II). Il conviendra enfin d'examiner les questions soulevées par cet arrêt à la lumière des éclairages apportés ces dernières années par la CJUE et qui ne manqueront sans doute pas d'importance dans les réponses que cette juridiction est appelée à livrer dans l'affaire April (III).

I - Généalogie de la notion d'action de concert de droit français

La définition de l'action de concert telle que la connaît aujourd'hui le droit français provient de directives européennes adoptées progressivement en matière de transparence des marchés puis plus spécifiquement en matière d'offres publiques.

A. Transposition en droit français de la première directive « Transparence »

C'est tout d'abord à l'occasion de l'introduction en 1988 par la première directive « Transparence »¹ de règles harmonisées en matière de franchissements de seuils de participations significatives qu'est apparu le souci d'agréger les participations des personnes agissant de connivence. Ainsi (sans parler textuellement d'« action de concert » - terminologie propre au droit français ayant transposé cette directive), l'article 7 de cette directive prévoyait que pour déterminer si une personne devait être tenue par l'obligation de déclarer un franchissement de seuil il convenait notamment d'assimiler aux droits de vote détenus par cette personne « les droits de vote détenus par un tiers avec qui cette personne ou entité a conclu un accord écrit qui les oblige à adopter, par un exercice concerté des droits de vote qu'ils détiennent, une politique commune durable vis-à-vis de la gestion de la société en question ». La transposition de cette notion en droit français a été faite dans les termes suivants : « Sont considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord en vue d'acquiescer ou de céder des droits de vote ou en vue d'exercer des droits de vote pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société »². L'on pouvait donc d'ores et déjà constater que, ainsi que le permettait l'article 3 de la directive de 1988 (autorisant les Etats membres à prévoir des obligations plus rigoureuses que le socle commun minimum établi par la directive), le législateur français avait pris le parti d'une définition plus large (comprendre, plus aisée à caractériser) de l'action de concert. Le texte français ne s'embarrassait en effet pas de critères tels que le caractère écrit et contraignant de l'accord concertant (les mentions expresses du caractère écrit et contraignant de l'accord ayant par la suite été abandonnées par le droit européen également), la durabilité de la politique commune ou le fait que ladite politique doive concerner la gestion de la société.

Ainsi qu'il ressort de la lecture des travaux parlementaires³ ayant présidé à l'adoption de la loi n°89-531 du 2 août 1989, cette différence de rédaction entre la définition européenne et la définition française de l'action de concert provient de modifications proposées par la Commission des lois. Cette

dernière avait en effet estimé que « la référence à «une politique commune durable vis-à-vis de la gestion de la société» exclut du champ d'application de l'action de concert les actions concertées entre plusieurs personnes dans le dessein de prendre le contrôle de la société et, par exemple, de la vendre «par appartements» » et avait donc proposé la suppression des termes « durable » et « gestion de la société » qui « restreignent maladroitement le champ d'application de l'action de concert ». Cet éclairage est intéressant, d'une part, car la préoccupation de la Commission des lois préfigurait un cas spécifique d'action de concert qui ne devait voir le jour que plus tard lors de l'adoption de la directive concernant les offres publiques d'acquisition⁴ et sa transposition à l'article L. 233-10-1 du Code de commerce par la loi n°2006-387 du 31 mars 2006. Il s'agit du cas des personnes qui ont conclu un accord avec l'auteur d'une offre publique visant à obtenir le contrôle de la société qui fait l'objet de l'offre. D'autre part, cet extrait montre que dans l'esprit du législateur de 1989, la référence de la directive à une politique commune durable vis-à-vis de la gestion de la société faisait référence à une intention concertée concernant l'ordre interne de la société et serait impropre à couvrir les cas où l'intention l'action concertée serait étrangère à la gestion interne de la société. Par ailleurs, ainsi que cela a été relevé⁵, le législateur a par la suite souhaité ajouter à la définition générale d'action de concert la possibilité que la finalité de l'accord concertant vise la prise de contrôle de la société⁶ (ce que ne prévoyait pas la Directive Transparence).

Si la rédaction élargie du I de l'article L. 233-10 du Code de commerce demeure à ce jour conforme à l'esprit souhaité par les rédacteurs de la loi de 1989, sa conformité aux textes européens actuels paraît toutefois plus discutable.

B. Les évolutions textuelles postérieures à la loi de 1989

L'année 2004 a marqué l'adoption d'une nouvelle directive européenne en matière de transparence des marchés financiers⁷ ainsi que de la Directive OPA. La définition de l'action de concert par la Directive Transparence (article 10 (a)) est demeurée identique à celle de l'article 7 de la directive de 1988. La Directive OPA a quant à elle défini les personnes agissant de concert comme « les personnes physiques ou morales qui coopèrent avec l'offrant ou la société visée sur la base d'un accord, formel ou tacite, oral ou écrit, visant à obtenir le contrôle de la société visée ou à faire échouer l'offre » (article 2). Comme évoqué précédemment, cette définition a été transposée en droit français à l'actuel article L. 233-10-1 du Code de commerce. A cet égard, dans l'affaire commentée, le Conseil d'Etat et la Cour d'appel de Paris ont tous deux

1 Directive (88/627/CEE) du 12 décembre 1988 concernant les informations à publier lors de l'acquisition et de la cession d'une participation importante dans une société cotée en bourse.

2 Par la loi n° 89-531 du 2 août 1989 relative à la sécurité et à la transparence du marché financier, créant alors un nouvel article 356-1-3 de la loi n°66-537 du 24 juillet 1966, devenu par la suite l'article L. 233-10 du Code de commerce.

3 Rapport n° 340 de la Commission des Lois sur le projet de lois relative à la sécurité et à la transparence du marché financier, Tome II, page 73.

4 Directive 2004/25/CE du Parlement Européen et du Conseil, du 21 avril 2004, concernant les offres publiques d'acquisition (« Directive OPA »).

5 T. Bonneau, Note sous Conseil d'Etat, 6e et 5e ch. Réunies, 29 mai 2024, n°465740, Société Dôm Finance, Revue des sociétés 2024, p. 509.

6 Loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière.

7 Directive 2004/109/CE du Parlement Européen et du Conseil, du 15 décembre 2004, sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE (la « Directive Transparence »).

donné raison à la Commission des sanctions de l'AMF d'avoir retenu que l'existence d'un article prévoyant des hypothèses spécifiques d'action de concert en cas d'OPA ne faisait pas obstacle à l'application cumulative des cas d'action de concert pouvant être caractérisés au sens plus général de l'article L. 233-10 (ceci n'était d'ailleurs plus contesté par les requérants devant la Cour d'appel de Paris). C'est dire que l'article L. 233-10-1 ne crée pas un régime autonome de l'action de concert en matière d'offres publiques, mais ajoute simplement des dispositions supplétives permettant d'élargir le périmètre de cette notion en cas d'OPA.

Une directive européenne de 2013⁸ a opéré une importante modification d'approche concernant la portée de la Directive Transparence de 2004. Cette dernière, en effet, précisait en son article 3 (à l'instar, en ceci, de la directive de 1988) qu'il était loisible aux Etats membres d'origine d'adopter des exigences plus strictes que celles prévues par la directive (notamment en matière de déclarations de franchissements de seuils). La directive de 2013 vient renverser ce paradigme en conférant expressément à la Directive Transparence une visée d'harmonisation maximale, de sorte que la règle de principe est devenue une interdiction pour les Etats membres d'adopter des exigences plus strictes que celles prévues par la directive - notamment en matière de franchissements de seuils et de définition de l'action de concert pour apprécier lesdits franchissements de seuils. Cette modification est opérée à l'article 3, paragraphe 1 bis de la Directive Transparence, dont on verra qu'il est au cœur de l'une des questions préjudicielles élevées par la Cour d'appel de Paris (cf. section III infra).

Compte tenu de cette évolution, il y a matière à se demander si la définition générale de l'action de concert en droit français, rédigée en des termes incontestablement plus larges (et faisant donc peser sur les assujettis des exigences plus strictes que celles érigées par la Directive Transparence) et/ou son interprétation par les juridictions françaises demeure conforme au droit européen actuel. Ce questionnement central irriguera très probablement les réflexions de la CJUE s'agissant des questions préjudicielles plus spécifiques sur lesquelles elle est appelée à se prononcer dans l'affaire commentée et les éclairages apportés ces derniers temps par la juridiction européenne en la matière semblent aller dans le sens d'une réponse négative à cette question (cf. section III, 1 infra).

Il est clair que les arguments retenus par la Commission des sanctions de l'AMF – approuvée en ceci par le Conseil d'Etat – pour qualifier une action de concert dans l'affaire April allaient rigoureusement dans le sens d'une interprétation large de la notion d'action de concert (ce que permet la rédaction actuelle de l'article L. 233-10 du Code de commerce).

II - Appréciation des critères de l'action de concert par la Commission des sanctions et par le Conseil d'Etat

Dans l'affaire April, l'application des présomptions prévues par l'article L. 233-10, II, 1°, 2° et 3° du Code de commerce entre M. Burrus, Dôm Finance, AFI ESCA, AFI ESCA Holding, AFI ESCA IARD et AFI ESCA Luxembourg a été admise par la Commission des sanctions, le Conseil d'Etat et la Cour d'appel de Paris. Il incombait donc aux mis en cause de renverser ces présomptions simples en démontrant l'absence de réunion des conditions posées par l'article L. 233-10, I.

A. L'appréciation faite par la Commission des sanctions.

Dans son examen des griefs l'ayant conduit à rejeter les moyens des mis en cause visant à renverser ces présomptions, la Commission des sanctions a caractérisé l'existence d'une action de concert au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce : « l'accord entre plusieurs personnes prévoyant une stratégie destinée à faire obstacle au retrait obligatoire envisagé par l'initiateur d'une offre, dont l'objectif vise la gestion des participations des parties à l'accord et la gestion de la société cible, chacun de ces objectifs caractérisant une politique commune vis-à-vis de cette dernière »⁹. La Commission des sanctions a donc veillé à examiner la situation à la lumière de l'approche finaliste qui caractérise l'action de concert en droit français et a prêté aux mis en cause, tout à la fois, (i) une politique commune visant à la gestion de leurs participations et (ii) une politique commune visant la gestion de la société April. Il est intéressant de relever que ce n'est pas ici le fait de faire obstacle au retrait obligatoire qui est qualifié de politique commune vis-à-vis de la société (nous y reviendrons), mais bien les objectifs de gestion des participations et de gestion de la société. En d'autres termes, la Commission ne semble voir dans la stratégie visant à contrecarrer le retrait obligatoire qu'un moyen au service des objectifs concertants que sont la gestion des participations et la gestion de la société.

1. Une première politique commune traduisant un objectif de « gestion des participations des parties à l'accord »

L'objectif de gestion des participations des actionnaires à l'égard desquels un concert est allégué pourrait paraître à première vue de nature à constituer un accord en vue de mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société (à la lettre de l'article L. 233-10 du Code de commerce, il n'est pas nécessaire d'établir que la politique commune doive porter sur l'ordre interne de la société). En effet, large comme elle l'est, la rédaction de l'article L. 233-10 du Code de commerce, s'éloignant par-là des textes européens dont elle est issue, n'impose textuellement pas qu'il soit démontré que l'acquisition, la cession ou l'exercice des droits de vote par les concertants vise à la mise en œuvre d'une politique commune du-

⁸ Directive 2013/50/UE du Parlement Européen et du Conseil, du 22 octobre 2013, modifiant la directive 2004/109/CE.

⁹ Point n°45 de la décision de la Commission des sanctions SAN 2022-09.

nable vis-à-vis de la gestion de la société. La Cour d'appel de Paris avait d'ailleurs déjà jugé¹⁰ qu'une politique commune vis-à-vis de la société pouvait s'entendre d'une volonté commune des parties à l'accord de gérer au mieux leurs participations, sans qu'il soit nécessaire de démontrer que ladite politique commune vise à la gestion de la société (la Cour de cassation avait auparavant retenu dans l'affaire *Gecina* que la politique commune au sens de l'article L. 233-10 n'avait pas nécessairement à porter sur la gestion de la société). Il n'est pas moins regrettable que la notion de gestion des participations ne soit pas précisée/définie pour davantage de sécurité/prévisibilité juridique.

Relevons que cette interprétation de l'article L. 233-10, I du Code de commerce consistant à caractériser une action de concert sans démontrer l'existence d'une politique commune quant à la gestion de la société n'a pas toujours prévalu chez le régulateur boursier. En effet, dans une décision datant de 1993 (peu de temps, donc, après la transposition de la 1^{ère} directive « Transparence » par la loi de 1989), le Conseil des Bourses de Valeurs (CBV) a exclu la caractérisation d'action de concert au sens de l'article 356-1-3 de la loi de 1966 (identique à la rédaction de l'article L. 233-10 du Code de commerce sur l'absence de référence expresse à la « gestion » de la société) au motif de l'absence de concertation portant sur la gestion. Le CBV a ainsi pu considérer « *que la convention n'avait pas pour objet l'exercice de droits de vote pour mettre en œuvre une politique commune, aucune stipulation contractuelle ne prévoyant une quelconque coordination entre les signataires au sujet de la gestion de la société et qu'en conséquence elle ne pouvait caractériser une action de concert entre les signataires* »¹¹. Ceci est toutefois à nuancer dans la mesure où, la même année, le CBV ouvrait déjà la porte à la possibilité qu'une politique commune ne concernant pas forcément la gestion de la société puisse également caractériser une action de concert en retenant que « *dans la mesure où la convention ne prévoit aucune concertation entre les parties visant à assurer une politique ou gestion commune au sein de ED ou à gérer en commun les participations qu'elles détenaient dans cette société, elle ne constituait pas, compte tenu des circonstances dans lesquelles elle a été conclue, une action de concert au sens de l'article 356-1-3 de la loi du 24 juillet 1966* »¹².

La notion de politique commune vis-à-vis de la société avait été entre-temps séparée des considérations tenant nécessairement à la gestion de la société et l'arrêt *Gecina* de la Cour de cassation en 2009 avait affermi cette position.

2. Une seconde politique commune traduisant un objectif de « gestion de la société cible »

Comment l'acquisition concertée de 10 % des droits de vote –

dans l'objectif incontestable de faire obstacle à un retrait obligatoire – peut-elle avoir pour objectif la « gestion de la société cible » ? De nouveau, la Commission ne l'explique pas. Elle se rapproche pourtant ici de l'esprit de la Directive Transparence en prêtant aux parties à l'accord – pour caractériser une action de concert – un objectif de peser sur la gestion (donc l'ordre interne) de la société par la détention d'environ 10% des droits de vote. Ce pouvoir politique – certes non négligeable dans le contexte d'une société cotée dont l'actionnaire majoritaire détient environ 88 % des droits de vote – est-il de nature à permettre à ses détenteurs d'avoir un quelconque poids sur la gestion de la société ? Certains auteurs paraissent en douter¹³. En effet, si une telle détention de droits de vote permet de contrecarrer un retrait obligatoire (rappelons au passage qu'une telle détention en capital seule – donc indépendamment des droits de vote auxquels l'article L. 233-10, I fait référence – permettrait également d'atteindre ce résultat), elle ne confère aucune majorité ou de minorité de blocage en assemblée générale. Ici aussi, un développement du raisonnement de la part de la Commission des sanctions aurait été souhaitable.

A cet égard, l'argument des mis en cause portant sur le fait que l'accord entre eux ne portait aucunement sur un quelconque exercice de droits de vote mérite quelque attention. Rappelons que l'article L. 233-10 du Code de commerce prévoit que l'accord concertant peut avoir pour objet (entendre ici par « objet » ce que les parties à l'accord s'engagent à faire – i.e., acquérir, céder ou exercer des droits de vote – et non la « finalité » dans laquelle ils s'engagent à agir ainsi) (i) l'acquisition, (ii) la cession ou (iii) l'exercice de droits de vote. Il s'agit là d'un autre durcissement de la notion d'action de concert de droit français issue par rapport à la définition européenne, qui ne mentionne que l'exercice de droits de vote. En ceci, l'article L. 233-10 du Code de commerce est également plus strict que ce que prévoit la Directive Transparence, pourtant devenue d'harmonisation maximale depuis 2013.

L'on comprend aisément, en effet, qu'en matière de politique commune vis-à-vis de la gestion de la société, l'exercice des droits de vote (comme moyen le plus évident d'exercer une influence dans l'ordre interne) soit le seul objet permettant de rendre un accord concertant. Un accord sur l'acquisition ou la cession de droits de vote ne comportant aucun engagement d'exercer lesdits droits de vote dans un sens ou dans l'autre peut difficilement viser à la mise en œuvre d'une politique commune de gestion de la société (même si, comme évoqué, l'approche française quant à la politique commune vis-à-vis de la société est assurément plus large). Précisons que ceci ne revient pas à affirmer que la détention de droits de vote (indépendamment de tout exercice en assemblée) n'est pas susceptible de conférer des droits importants à leur(s) titulaires (par exemple, le droit pour des actionnaires détenant ensemble au moins 5% des droits de vote d'une société de se regrouper en association ayant notamment le droit de déposer des pro-

¹⁰ Paris, 30 juin 2016, n° 15/04613, notamment cité par O. de Bailliencourt, Dr. sociétés oct. 2022, com. n° 109 et T. Bonneau, note sous Conseil d'Etat, 6^e et 5^e ch. Réunies, 29 mai 2024, n°465740, Société *Dôm Finance*, Revue des sociétés 2024, p. 509.

¹¹ Décision CBV n°93-3475 du 7 décembre 1993, *Axime*.

¹² Décision CBV n°93-3246 du 18 novembre 1993, *Eurodisney*.

¹³ S. Torck, note sous CJUE, 9 sept. 2021, aff. C-605/18, *Adler Real Estate AG, Petrus Advisers LLP, GM c/ Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA)*, BJB janv.-févr. 2022 p. 48 ; T. Bonneau, note sous Conseil d'Etat, 6^e et 5^e ch. Réunies, 29 mai 2024, n°465740, Société *Dôm Finance*, Revue des sociétés 2024, p. 509.

jets de résolutions). Ceci suscite une interrogation quant à la question de savoir si les différents objets prévus par l'article L. 233-10 sont tous susceptibles de s'appliquer aux deux finalités d'action de concert que prévoit cet article (politique commune vis-à-vis de la société ou prise de contrôle de la société). Ainsi que nous l'avons rappelé dans la première section, les travaux parlementaires montrent que lors de la première transposition, le législateur avait tenu à une rédaction de l'article L. 233-10 pouvant couvrir les accords concertants en vue de prendre le contrôle mais s'était contenté d'élargir l'acception de la notion de « politique commune vis-à-vis de la société » - ladite politique commune pouvant donc, dans l'esprit du législateur, s'entendre notamment d'une volonté de prendre le contrôle de la société. L'arrêt *Gecina* de la Cour de cassation avait illustré toute l'ampleur d'une conception large de la notion de politique commune des concertistes et le fait qu'en droit français, cette notion n'avait pas nécessairement à porter sur la gestion de la société (étant rappelé que cet arrêt a été rendu à une époque où la Directive Transparence n'était pas encore devenue d'harmonisation maximale - des exigences étatiques plus strictes que celles de la directive en matière d'action de concert demeuraient donc permises). A propos de cet arrêt, le rapport annuel de la cour de cassation de 2009 énonçait : « *Reste, cependant, à définir cette politique commune, ce que fait ici la chambre commerciale en optant pour la conception large qui identifie la politique commune à celle que les concertistes conduisent vis-à-vis de la société et non à celle qu'ils se proposent de conduire au sein de celle-ci en influant sur sa gestion ou sa stratégie économique ou commerciale.* »¹⁴. Ce n'est toutefois qu'en 2010 qu'a été codifié à l'article L. 233-10 la finalité de l'action de concert relative à la prise de contrôle (hors période d'OPA, ce cas étant déjà couvert par l'article L. 233-10-1 du Code de commerce). Ainsi, alors que la Cour de cassation admettait déjà de voir dans la volonté de prendre le contrôle l'expression d'une politique commune vis-à-vis de la société, cette loi est venue créer deux finalités autonomes, distinctes et mutuellement exclusives de l'action de concert. C'est dire que la volonté de prise de contrôle ne peut plus être considérée comme une politique commune vis-à-vis de la société. Sans lui ôter sa large généralité, cette loi a donc légèrement restreint le champ de ce qui peut être qualifié de politique commune vis-à-vis de la société. Les travaux parlementaires de la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 révèlent que la Commission des lois avait alerté sur l'effet restrictif de l'ajout exprès du « concert offensif » (d'ailleurs surabondant d'après elle) : « *l'alternative ici proposée peut en effet créer une ambiguïté, car elle implique que la politique commune et l'intention d'obtenir le contrôle soient distincts et exclusifs l'un de l'autre, alors que la cour d'appel de Paris et la Cour de cassation, lors des affaires Eifage/Sacyr et Gecina, ont mis en exergue que le contrôle est une modalité parmi d'autres de la politique commune. Il s'agit donc d'une fausse alternative qui tend à réduire la portée de la « politique commune »* »¹⁵.

Si un accord concertant portant sur l'acquisition ou la cession de droits de vote se conçoit aisément comme pouvant poursuivre un objectif de prise de contrôle de concert de la société, on se demande quelle peut être la politique commune (excluant la prise de contrôle) poursuivie par des concertistes dont l'accord ne porterait que sur l'acquisition ou la cession de droits de vote. On pourrait penser à la constitution d'une minorité de blocage mais encore faudrait-il des engagements sur l'exercice des droits de vote tendant à constituer un concert minoritaire de blocage. En définitive, c'est peut être un peu hâtivement que la Commission des sanctions a disqualifié l'argument des mis en cause relatif à l'absence de concertation sur les droits de vote. Depuis que la Directive Transparence est devenue d'harmonisation maximale, la référence à l'acquisition et à la cession de droits de vote, que la directive ne prévoit pas, est de toute façon contraire à l'article 3 de cette directive qui interdit les dispositions plus strictes sauf en matière d'offres publiques.

Par ailleurs, à la faveur du jeu des présomptions du II de l'article L. 233-10, la Commission des sanctions a estimé ne pas avoir à s'appesantir sur la démonstration de ce que l'accord présumé entre les mis en cause avait bien eu pour finalité la mise en œuvre d'une politique commune. La Commission des sanctions caractérise l'existence de cette finalité mais sans la démontrer, surtout pour ce qui concerne la politique commune de gestion de la société qu'elle prête aux concertistes. Pourtant, à la lecture du II de l'article L. 233-10, les présomptions ne portent que sur l'existence de l'accord. Ces présomptions, qui dispensent l'AMF et/ou le juge d'avoir à rapporter la preuve de l'existence de l'accord, ne paraissent toutefois pas devoir les dispenser de rapporter la preuve que l'accord présumé poursuivait l'une des finalités visées au I de l'article L. 233-10. En d'autres termes, il ne s'agit pas de présomptions d'action de concert permettant de caractériser l'action de concert dès lors que les conditions du II sont réunies, mais bien de présomption sur l'existence de l'accord, à charge de démontrer le caractère concertant d'un tel accord en apportant la preuve de l'objectif de mise en œuvre d'une politique commune ou de l'objectif de prise de contrôle. La Commission des sanctions, le Conseil d'Etat et la Cour d'appel de Paris parlent néanmoins à l'envi de « présomptions d'action de concert », ce qui explique pourquoi il a été apporté si peu de soin à la démonstration de l'existence des deux politiques communes alléguées¹⁶. L'application faite de l'article L. 233-10, II paraît donc inexacte dans la mesure où l'objet de la présomption a été manifestement étendu.

Une autre lecture de l'article L. 233-10, II du Code de commerce selon laquelle c'est bien l'action de concert (et donc l'ensemble de ses conditions qui est présumée), et cela semble d'ailleurs être la lecture retenue communément - selon nous

14 Rapport annuel 2009 de la Cour de cassation, « Les personnes vulnérables dans la jurisprudence de la Cour de cassation », page 395.

15 Rapport n° 703 (2009-2010), tome I, déposé le 14 septembre 2010.

16 La Commission des sanctions affirme par exemple au paragraphe 42 de sa décision : « *En conséquence, en application des présomptions prévues aux 1°, 2° et 3° du II de l'article L. 233-10 du code de commerce, une action de concert est présumée avoir existé entre les six mis en cause* ». Le Conseil d'Etat relève au paragraphe 7 de son arrêt que « *La commission des sanctions a retenu à cet égard la qualification d'action de concert en application des présomptions prévues aux 1°, 2° et 3° du II de cet article.* ». La Cour d'appel de Paris a quant à elle retenu « *C'est donc à juste titre que la Commission des sanctions a fait application des présomptions prévues 1°, 2° et 3° du II de l'article L. 233-10 du code de commerce et en a déduit qu'une action de concert est présumée avoir existé entre les six mis en cause.* ».

à tort. Deux arguments s'opposent à une telle lecture. Le premier consiste simplement dans la lettre du texte, qui dispose que c'est l'accord qui est présumé exister et non l'action de concert. Le second vient du fait que le jeu de la présomption de l'existence d'un accord ne saurait faire préjuger de la finalité de cet accord ; il faut donc en principe qualifier la teneur de la politique commune et les présomptions ne sont, en cela, d'aucun secours. L'ajout opéré par la loi de 2010 de la finalité de prise de contrôle renforce cet argument : il faut pouvoir déterminer si l'accord présumé a pour objectif la mise en œuvre d'une politique commune (et laquelle) ou la prise de contrôle. Le jeu de ces présomptions ne fonctionnerait tout simplement pas si l'on retenait une interprétation selon laquelle c'est l'action de concert qui était présumée exister.

B. L'examen du recours par le Conseil d'Etat.

Le Conseil d'Etat, ayant eu à connaître – *ratione personae* – du recours formé par *Dôm Finance* contre la décision de la Commission des sanctions à son encontre, a rejeté sur le fond la requête formée par *Dôm Finance* et a donné raison à la Commission des sanctions notamment sur la qualification d'action de concert permettant de caractériser les manquements déclaratifs allégués.

Dans son argumentation, le Conseil d'Etat n'est pas allé beaucoup plus loin que la Commission des sanctions et a considéré que « *il résulte de l'instruction que les intéressés ont manifesté la volonté commune de gérer au mieux leurs participations et de renforcer leur valorisation en faisant obstacle au retrait obligatoire, avec une incidence certaine sur la gestion de la société April, qui est restée cotée, sans que les circonstances que leur accord soit conclu temporairement, ou intègre un projet de cession ultérieur des titres détenus, ne fasse par elles-mêmes obstacle à la qualification d'action de concert* ». La haute juridiction n'est certes pas allée jusqu'à affirmer (comme l'a fait la Commission des sanctions) que la politique commune des parties à l'accord visait un objectif de gestion de la société. Le Conseil d'Etat fait toutefois un raccourci peut-être encore plus dangereux en paraissant accorder de l'importance au fait que la politique commune des parties à l'accord (gestion de leurs participations, renforcement de la valorisation et obstacle au retrait obligatoire) a eu une incidence certaine sur la gestion de la société du fait qu'elle soit restée cotée. Le Conseil d'Etat fait ainsi référence au critère de gestion de la société mais sans considérer que l'incidence sur la gestion de la société doive avoir constitué la finalité voulue de la politique commune mise en œuvre par les parties à l'accord concertant.

Concernant par ailleurs la question de la requérante tenant à la conformité au droit de l'Union Européenne de l'application faite par la Commission des sanctions de l'AMF des dispositions de l'article L. 233-10 du Code de commerce, le Conseil d'Etat y répondit en faveur de la Commission et jugea qu'il n'y avait guère matière à saisir la CJUE.

La réponse à cette question était pourtant peut-être moins évidente qu'elle n'est apparue au Conseil d'Etat. Elle était, du

moins, suffisamment complexe pour que la Cour d'appel de Paris (plus habituée à connaître des questions relatives à l'action de concert et aux textes du RGAMF s'y référant) estime quant à elle opportun de poser des questions préjudicielles à la CJUE. Au regard de la jurisprudence récente de cette dernière, il est permis de penser qu'une remise en cause de la conformité au droit européen de la position de l'AMF et du Conseil d'Etat (voire de l'article L. 233-10, I lui-même) n'est pas impossible.

III - La notion d'action de concert française à l'épreuve de la complexité européenne

Les questions préjudicielles élevées par la Cour d'appel de Paris visent à recueillir l'avis de la CJUE afin de savoir si :

- La notion d'action de concert définie à l'article L. 233-10 du Code de commerce doit être interprétée conformément au droit européen pour tout manquement de concert à des obligations déclaratives liées à un franchissement de seuil (y compris les obligations déclaratives issues de la Directive OPA) ou uniquement en matière d'obligations déclaratives issues de la Directive Transparence (et donc à l'exclusion des obligations déclaratives issues de la Directive OPA) ?
- Dans l'hypothèse où l'obligation d'interprétation conforme est applicable uniquement pour l'appréciation des obligations déclaratives issues de la Directive Transparence, est-ce que la circonstance que le manquement reproché est intervenu dans le contexte d'une OPA est susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'existence d'un concert ?
- L'exigence de la finalité de politique commune durable en ce qui concerne la gestion de la société prévue par la Directive Transparence doit-elle être interprétée strictement comme visant directement la gestion ou la direction de la société (par exemple sur la composition des organes sociaux, les orientations et la stratégie de la société dans l'ordre interne) ou peut-elle s'entendre du cas où la gestion est indirectement visée par l'effet escompté de l'absence de mise en œuvre d'un retrait obligatoire ?

Les deux premières questions sont relatives à l'articulation des obligations déclaratives issues de textes nationaux transposant la Directive OPA et par la Directive Transparence et l'incidence du fait que cette dernière est d'harmonisation maximale. Il s'agit donc de savoir si l'exception (prévue par l'article 3, paragraphe 1 *bis*, alinéa 4 sous (iii) de la Directive Transparence) selon laquelle le principe d'interdiction des dispositions étatiques plus strictes que ce que prévoit la Directive Transparence (i) ne s'applique pas s'agissant de l'application des dispositions adoptées en ce qui concerne les offres publiques et (ii) pour l'appréciation des manquements aux obligations déclaratives issues de la transposition de la Directive Transparence (à savoir l'article L. 233-7 et l'article

L. 233-10 du Code de commerce, en l'espèce), l'interprétation conforme requise peut-elle être infléchiée dans le cas où les manquements sont intervenus dans le contexte d'une OPA.

L'enjeu est que si le principe d'interprétation conforme doit s'appliquer dans l'affaire *April*, la preuve de l'action de concert au sens de l'article L. 233-10 devra être faite à la lumière des conditions prévues par la Directive Transparence, de sorte qu'il faudrait avoir des égards pour (i) le fait que l'accord porte sur l'exercice de droits de vote, (ii) le caractère durable de la politique commune prêtée aux parties à l'accord et (iii) le fait que ladite politique commune doive porter sur la gestion de la société. S'agissant de ce dernier point, en anticipation de l'éventualité qu'il serait considéré que l'existence d'une action de concert doit être appréciée selon une interprétation conforme à la Directive Transparence y compris en contexte d'OPA, la troisième question porte sur la définition de ce qu'il faut entendre par la référence à la gestion de la société dans l'article 10 de la Directive Transparence.

Deux arrêts rendus en la matière par la CJUE ces dernières années comportent des considérations qui ne manqueront pas de pertinence pour les réponses que la CJUE apportera aux questions préjudicielles élevées par la Cour d'appel de Paris.

A. La dualité des niveaux d'harmonisation prévus par le droit européen quant à la notion de concert

Dans l'arrêt *Adler* de la CJUE du 9 septembre 2021¹⁷, dont il n'est pas indispensable de rappeler le contexte factuel, la CJUE avait notamment relevé qu'il convenait de faire une interprétation stricte des exceptions au principe d'interdiction pour l'État membre d'origine de soumettre les détenteurs d'actions ou d'autres instruments financiers à des exigences de notification plus strictes que celles prévues par la Directive Transparence (cf. paragraphe 41 de l'arrêt *Adler*). Cet apport de l'arrêt *Adler* pourrait conduire à considérer que s'agissant de l'exception tenant aux « *dispositions législatives, réglementaires ou administratives adoptées en ce qui concerne les offres publiques d'acquisition* », cette expression doit être interprétée de manière stricte. Au cas particulier de l'affaire *April*, l'article L. 233-10, I sur le concert n'est pas, strictement entendu, une disposition législative adoptée en ce qui concerne les offres publiques d'acquisition ; nous l'avons rappelé, cette disposition a été initialement adoptée en guise de transposition de la Directive Transparence qui était étrangère aux offres publiques. Faut-il cependant pousser l'interprétation stricte jusqu'à considérer que cet article L. 233-10, I, lorsqu'il est utilisé pour définir ce qui peut constituer une action de concert pour les besoins des obligations déclaratives en matière d'offres publiques, n'est pas une disposition législative en matière d'offre publique permettant l'application de dispositions étatiques plus strictes que celles prévues dans le domaine général de la transparence des marchés financiers ? La CJUE devra donner son interprétation dans le cadre de

sa réponse à la première question préjudicielle élevée par la Cour d'appel de Paris. Il serait permis de douter de la réponse la plus probable à une telle question si l'arrêt *Adler* n'avait pas été complété par un autre arrêt très récent de la CJUE qui paraît poser des principes à la lumière desquels l'article L. 233-10, I pourrait ne pas être considéré comme portant sur des « *dispositions législatives, réglementaires ou administratives adoptées en ce qui concerne les offres publiques d'acquisition* » au sens de l'article 3, paragraphe 1, bis, alinéa 4, sous (iii) de la Directive Transparence.

Dans l'arrêt *Valora* de la CJUE du 12 février 2026¹⁸, la CJUE réaffirme l'interprétation stricte des exceptions au principe d'harmonisation maximale posé par l'article 3 de la Directive Transparence. La CJUE affirme ensuite (au paragraphe 42 de son arrêt) un principe selon lequel le fait qu'une disposition de droit national ait une application distributive en conséquence de quoi elle se trouve applicable dans des situations d'offre publique ne suffit pas pour considérer que ladite disposition peut recevoir une interprétation différente (en l'occurrence, plus stricte) que l'interprétation qu'elle doit recevoir lorsqu'elle s'applique à des obligations étrangères à la réglementation des offres publiques : « *En revanche, ne sauraient être considérées comme étant couvertes par cette exception des dispositions législatives, réglementaires ou administratives relatives à la divulgation d'informations sur les émetteurs de valeurs mobilières déjà admises à la négociation sur un marché réglementé établi ou opérant dans un État membre, qui s'appliquent indépendamment de l'existence d'une offre publique d'acquisition, d'une opération de fusion ou d'une autre opération ayant des incidences sur la propriété et le contrôle des entreprises. Le fait que les informations sur lesquelles portent ces dispositions pourraient présenter une pertinence en cas d'offre publique d'acquisition des titres de l'entreprise concernée, d'une opération de fusion de cette entreprise avec une autre entreprise ou d'une autre opération ayant des incidences sur la propriété et le contrôle de la première entreprise ne suffit pas pour justifier une interprétation différente.* ».

A cet égard, l'article L. 233-10 définissant l'action de concert est assurément une disposition à portée générale adoptée spécifiquement pour les besoins de la transposition de la Directive Transparence. Cette disposition est devenue cruciale pour l'application de textes réglementant spécifiquement le droit des offres publiques et certaines obligations applicables uniquement en période d'offre publique. L'arrêt *Valora* illustre toutefois une situation dans laquelle la CJUE a jugé que le fait qu'une disposition puisse également recevoir une application dans un contexte d'offre publique ne suffisait pas à ce qu'on en retienne une interprétation plus stricte que son équivalent européen sur le fondement de l'article 3, paragraphe 1 bis, quatrième alinéa sous (iii). A supposer que l'on puisse en retenir une interprétation plus stricte en matière d'OPA et une interprétation conforme au droit européen en matière de franchissements de seuils « ordinaire », cela crée-

¹⁷ CJUE, 4^e ch., 9 sept. 2021, *Adler Real Estate AG, Petrus Advisers LLP c/ Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA)*, aff. C605/18

¹⁸ CJUE, 10^e ch., 12 févr. 2026, *GT, Beteiligungen im Baltikum AG et VCI Venture Capital und Immobilien AG c/ Valora Effekten Handel AG*, aff. C864/24

rait une superposition d'interprétations différentes pour une même notion et cela, à notre avis, n'est pas souhaitable.

B. La complexité d'une notion unitaire de l'action de concert en droit français au regard de la dualité européenne

Les réponses que la CJUE apportera aux questions préjudicielles auront une portée qui dépassera le seul enjeu de la solution de l'affaire d'espèce mais ces réponses donneront probablement lieu à une situation peu satisfaisante que le droit français devra corriger.

En effet, on peut s'attendre à ce qu'il y ait un constat du fait que le droit français n'est pas conforme à la Directive Transparence du fait des exigences plus strictes prévues par l'article L. 233-10 du Code de commerce. En effet, le principe d'interprétation conforme au droit européen n'a de pertinence que dans l'hypothèse où le texte d'application directe (en l'occurrence l'article L. 233-10 du Code de commerce) n'est lui-même pas exactement conforme au droit européen. La lettre de la Directive Transparence obligera la CJUE à considérer que l'article L. 233-10 doit être interprété conformément à la notion plus restreinte d'action de concert de droit européen lorsqu'il s'agit d'apprécier des obligations déclaratives issues de la Directive Transparence. La CJUE aura une certaine liberté d'interprétation quant à la question de savoir dans quels cas – liés à des situations d'offres publiques – les dispositions de l'article L. 233-10 peuvent être appliquées de manière plus stricte que ce que prévoit la Directive Transparence. La CJUE décidera effectivement si cette faculté peut être utilisée uniquement pour l'application d'obligations applicables en période d'offre publique en vertu de textes spécifiques au droit des offres publiques ou si, au surplus, cette faculté peut également être utilisée concernant les obligations générales de transparence lorsque l'on se trouve en période d'offre publique. Le législateur français, lorsqu'il s'est agi de transposer la Directive OPA, a jugé que le dispositif de l'action de concert prévu par l'article L. 233-10 du Code de commerce présentait suffisamment de garanties pour être employé dans contexte d'offre publique ou pour l'application de dispositions propres aux offres publiques (moyennant l'ajout de l'article L. 233-10-1 destiné à couvrir deux types supplémentaires d'action de concert en période d'offre publique).

Tel ne serait plus le cas si le texte de l'article L. 233-10 était modifié dans un sens conforme à la Directive Transparence que ce texte, ainsi modifié, demeurerait le texte de référence pour la qualification du concert également en matière d'offre publique.

La situation serait également insatisfaisante, notamment en termes de prévisibilité et de sécurité juridique si le texte restait inchangé mais susceptible d'être interprété différemment en fonction des obligations auxquelles il se trouve appliqué. A titre d'exemple, dans l'affaire *April*, les manquements reprochés aux mis en cause concernent à la fois des obligations en matière de franchissements de seuils ordinaires (article L. 233-7 du Code de commerce) et en matière d'obligations spécifiques en période d'offre publique (articles 231-46 et 231-47 du règlement général de l'AMF). Admettre deux interprétations différentes d'un même article serait évidemment de nature à semer la confusion sur une notion qui est lourde de conséquences lorsqu'elle est caractérisée.

Une solution envisageable ne serait-elle pas de travailler à dédoubler définitivement ce texte afin d'avoir une définition conforme à la Directive Transparence pour les obligations issues de cette directive et un second article prévoyant une autre définition pour les obligations applicables dans le contexte d'une offre publique ou en période d'offre publique ? D'une part, cela avait été amorcé lors de la transposition de la Directive OPA avec l'introduction de l'article L. 233-10-1 du Code de commerce prévoyant des dispositions supplétives applicable en sus de l'article L. 233-10 en période d'offre publique. D'autre part, un tel dédoublement n'est pas sans précédent et on peut relever à titre d'exemple que l'existence de plusieurs définitions du contrôle à l'article L. 233-3 et à l'article L. 233-16 du Code de commerce, chacune ayant un champ d'application distinct, fonctionne convenablement.

En attendant les réponses de la CJUE, et une éventuelle intervention législative pour rendre compte en droit national de la dualité des niveaux différents d'harmonisation européenne en matière d'action de concert, on doit appeler les justiciables à la plus grande prudence (c'est-à-dire, à s'astreindre à retenir l'interprétation la plus large du concert conformément à la jurisprudence prévalant en France) au moment de se demander s'ils agissent de concert ou non et d'accomplir leurs diverses obligations déclaratives. ■