Nature de la décision attaquée, obligation de motivation et nature du recours : Les enseignements procéduraux de la saga CIAM/Vivendi

Auteur(s)



Marine de Montecler
Avocate au barreau de Paris, Counsel, Hogan Lovells Cadwalader

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 2024[1] (ci-après la « **Décision** ») 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 forme un recours en annulation contre la Décision « *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 sa décision sur ce recours le 22 avril 2025[2]. 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 sur cette affaire par deux décisions du 28 novembre 2025[3]. Sur renvoi après cassation partielle, la Cour d'appel de Paris rend de nouveau une décision dans ce dossier le 8 juillet 2026[4]. 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, estimant qu'il s'agit d'une décision individuelle faisant grief (**I.**).

La qualification retenue permettant de confirmer que la Décision est susceptible de faire l'objet d'un recours, la Cour d'appel de Paris et la Cour de cassation se prononcent ensuite sur ce recours, rappelant 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 par la Cour d'appel mais ne l'empêche pas de se prononcer sur l'existence ou non d'un contrôle (**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 contestait remplir les conditions de cet article, 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 de prendre position sur ces questions et d'exprimer cette prise de position dans la partie attaquée de la Décision.

7. Pour déterminer si le recours de CIAM à l'encontre de ce passage de la 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 décisoire 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 le passage de la décision remis 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. Elle a ainsi noté 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 conclut que « l*e 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 bornée à donner 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, à cet égard, 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 rejette l'analyse de Bolloré qui prétendait comparer la Décision à un rescrit boursier.

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, de la notion de « décision individuelle ». 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 RGAMF, 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 étant retenue, la Cour 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 pour défaut de motivation

12. Le recours de CIAM était, à titre principal, fondé sur le défaut de motivation de la Décision.

Alors même qu'elle avait été précédée par des échanges nourris entre Vivendi et l'AMF sur ce point, force est de constater que la Décision était, en effet, 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* »[<?>].

13. Or, la jurisprudence a établi de longue date que les décisions individuelles de l'AMF doivent être motivées<?>.

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* »[<?>].

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 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 également[<?>].

14. 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, doit être approuvée.

III. La nature du recours et le pouvoir de la Cour d'appel de Paris

15. 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 a estimé 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 était applicable au recours contre une décision de l'AMF en matière d'offre publique. Elle en a déduit qu'elle était « *tenue de statuer, en fait et en droit, sur l'existence d'un prétendu contrôle de Bolloré sur Vivendi,*

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.

<?> AMF, 13 novembre 2024, déc. n°224C2288.

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

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

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

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 »[<?>].

16. Sur ce point, la chambre commerciale de la Cour de cassation ne suit pas le même raisonnement[<?>].

Reprenant et précisant sa jurisprudence[14] à cet égard, la Haute Cour 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 la Cour d'appel dispose d'un pouvoir d'annulation et non de réformation de la décision qui lui est déférée.

La Cour de cassation donne néanmoins raison à la Cour d'appel de Paris d'avoir statué sur l'existence d'un contrôle, puisqu'elle précise 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* ».

Aux termes de son arrêt, la Cour de cassation n'explique pas pour quelle raison cette appréciation rentrerait dans les pouvoirs de la Cour d'appel.

Pour comprendre cette formule, il faut dès lors se référer au commentaire de cet arrêt figurant dans la lettre de la chambre commerciale[<?>]. La Cour de cassation y précise son raisonnement :

> « *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 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 si une société en contrôle une autre.

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* »[<?>], comme l'avait déjà relevé justement Monsieur le Professeur Dominique Schmidt.

Cette solution, qui permet de confirmer la nature du recours formé contre une décision individuelle de l'AMF relative à une offre publique, paraît opportune dans la mesure où elle laisse à l'AMF ses prérogatives sur les domaines où elle dispose des compétences requises, tout en permettant à la Cour d'appel d'« *apprécier les éléments nécessaires à la solution du recours, dès lors qu'ils relèvent de la détermination du droit applicable* »[<?>]. ■

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

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

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

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

<?> 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° BJB202f2.

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