

L'article 145 du CPC a-t-il une place dans les contentieux relatifs aux offres publiques ?

Par Jean-Daniel Bretzner et Eve Duminy

Le conseil d'administration, pivot de la gouvernance des offres publiques

Par Jean-Christophe Devouge et Kaïs Boussadia

Direction éditoriale
Arnaud Raynouard

Direction scientifique
Didier Poracchia

Directeur de publication
Mathys Depeige

Responsable de rédaction
Simon Rovelon

Édité et publié par
Eole Editions SAS

ISSN
3130-3897

IP & IA

Par Maxime Galland

L'information privilégiée à l'épreuve de l'intelligence artificielle : la fabrication algorithmique du risque d'abus de marché

Tribunes et opinions

Les forces d'évolution des contentieux bancaire et boursier

Éditorial par Jean-Jacques Daigre

Procédures

Enseignements procéduraux de la "saga Vivendi"

Marine de Montecler

Contentieux des obligations professionnelles

L'immixtion des sociétés de gestion dans la gouvernance des sociétés cibles de capital-investissement : entre création de valeur et risque de direction de fait

Michel Storck

Contentieux des délits et manquements boursiers

Quand une information indirecte et inexacte est qualifiée d'information privilégiée

Nicolas Ida | Note sous CJUE, 19 mars 2026, aff. C-363/24, Finansinspektionen c/ Carnegie Inv. Bank

Une information privilégiée ne peut cesser d'être non publique que par une publication conforme à l'article 17 du Règlement MAR

Gaël Rivière | Note sous CJUE, 4e ch., 16 avril 2026, aff. C-229/24, TK et OP c/ Rikssåklagaren (Brännelius)

Délit de manipulation de marché par diffusion de fausse information sur le risque de crédit : confirmation tardive mais singulièrement actuelle

Maxime Galland | Note sous Cass. crim., 4 févr. 2026, n° 24-84.091

Contentieux des sociétés cotées et offres publiques

L'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques - Club ADB du 23 juin 2026

Intervention du cabinet Ledouble, par Louise Simon et Mathys Depeige

Le concert fait grand bruit !

Joaquim Traoré

Actualité jurisprudentielle de l'action de concert

Frank Martin Laprade



Numéro 02

Juillet 2026

Disponible intégralement et
gratuitement sur rcfb.fr

Contact : contact@rcfb.fr

Proposer un article : redacteurs@rcfb.fr

Directeur de publication : Mathys Depeige

Responsable de rédaction : Simon Rovelon

ISSN : en cours d'attribution

Revue éditée par Éole Éditions

Société par Actions Simplifiée

au capital de 1.000 €

999 506 348 RCS Paris

48 rue de Montmorency

75003 Paris

En cours de transfert au

142, rue de Rivoli

75001 Paris Cedex



Le mot du Comité éditorial

« L'ambition de la Revue du Contentieux Financier et Boursier (RCFB) est de stimuler, grâce à une diffusion numérique gratuite et largement accessible, le développement de la recherche scientifique en droit financier et boursier, en créant un espace complémentaire dans lequel universitaires et praticiens de référence peuvent croiser leurs analyses et alimenter la réflexion doctrinale et pratique.

Le comité éditorial, composé d'universitaires et de praticiens, travaille en continu afin de proposer une recherche vivante et mettre en lumière les travaux des professionnels qui participent à l'évolution de la discipline. »

Le comité éditorial

Présentation de L'Éditeur

Éole Éditions est une jeune structure d'édition indépendante fondée pour contribuer au développement de la recherche scientifique juridique en offrant aux professionnels du droit et aux étudiants un contenu d'actualité et de fond, numériquement et gratuitement.

Fidèle à sa raison d'être, Éole Éditions a été créée pour réinvestir tout bénéfice réalisés dans la recherche juridique, à travers l'organisation de colloques, d'études transverses et la diffusion de la recherche.



Revue du Contentieux Financier et Boursier

Direction éditoriale

Arnaud Raynouard

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

Direction scientifique

Didier Poracchia

Agrégé des Facultés de droit, Professeur à l'Université Paris I Panthéon Sorbonne

Patrick Sayer

Président du Tribunal des Activités Économiques de Paris

Matthieu Brochier

Avocat au barreau de Paris, Associé, Darrois Villey Maillot Brochier AARPI

Comité éditorial

Quentin Bertrand

Avocat au barreau de Paris, Counsel, Visconti Associés

Thibaut Duchesne

Agrégé des Facultés de droit, Professeur à l'Université Jean Moulin Lyon III

Maxime Galland

Avocat au barreau des Hauts-de-Seine et Docteur en droit, Associé, KPMG Avocats

Nicolas Ida

Agrégé des Facultés de droit, Professeur à l'Université de Haute-Alsace

Caroline Kleiner

Agrégé des Facultés de droit, Professeure à l'Université Paris Cité

Caroline Mirieu de Labarre

Avocate au barreau de Paris et Docteure en droit, Associée, Mirieusauty

Johan Prorok

Agrégé des Facultés de droit, Professeur à l'Université Jean-Monnet Saint-Étienne

Gaël Rivière

Avocat au barreau de Paris, Bredin Prat

Marie Robert-Schmid

Avocate au barreau de Paris, Counsel, Gide

Florent Testud

Avocat au barreau de Paris, Mayer Brown

Fondateurs

Mathys Depeige

Directeur de publication de la revue

Simon Rovelon

Responsable de rédaction de la revue

SOMMAIRE

Revue du Contentieux Financier et Boursier - Numéro 02

Éditorial

Tribunes & Opinions

5

L'Édito : "Les forces d'évolution des contentieux bancaire et boursier"

Par Jean-Jacques Daigre

Rubrique

Contentieux des délits et manquements boursiers

6

IA & IP. L'information privilégiée à l'épreuve de l'intelligence artificielle : la fabrication algorithmique du risque d'abus de marché

Par Maxime Galland

Chronique de contentieux des délits et manquements boursiers

13

Quand une information indirecte et inexacte est qualifiée d'information privilégiée

Par Nicolas Ida | Note sous CJUE, 19 mars 2026, aff. C-363/24, *Finansinspektionen c/ Carnegie Investment Bank*

18

Une information privilégiée ne peut cesser d'être non publique que par une publication conforme à l'article 17 du Règlement MAR

Par Gaël Rivière | Note sous CJUE, 16 avril 2026, aff. C-229/24, *TK et OP c/ Riksåklagaren (Brännelius)*

25

Délit de manipulation de marché par diffusion de fausse information sur le risque de crédit : confirmation tardive mais singulièrement actuelle

Par Maxime Galland | Note sous Cass. crim., 4 févr. 2026, n° 24-84.091

Rubrique

Contentieux des obligations professionnelles

29

L'immixtion des sociétés de gestion dans la gouvernance des sociétés cibles de capital-investissement : entre création de valeur et risque de direction de fait

Par Michel Storck

Rubrique

Procédures

- 36 | **L'article 145 du CPC a-t-il une place dans les contentieux relatifs aux offres publiques ?**
Par Jean-Danier Bretzner et Eve Duminy
- 42 | **Enseignements procéduraux de la saga Vivendi**
Par Marine de Montecler et Arnaud Raynouard

Rubrique

Contentieux des sociétés cotées et des offres publiques

- 46 | **L'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques - Club ADB du 23 juin 2026**
Intervention du cabinet Ledouble, en partenariat avec l'ADB | par Louise Simon et Mathys Depeige
 - 51 | **Le conseil d'administration, pivot de la gouvernance des offres publiques**
Par Jean-Christophe Devouge et Kais Boussadia
- Action de concert*
- 57 | **Le concert fait grand bruit !**
Par Joaquim Traoré | Note sous CA Paris, 5-7, 18 déc. 2025, n°22/15396, *April*
 - 65 | **Actualité jurisprudentielle de l'action de concert**
Par Frank Martin Laprade

Les forces d'évolution des contentieux bancaire et boursier

Auteur(s)



Jean-Jacques Daigre

Professeur émérite de l'Ecole de droit de la Sorbonne

Le contentieux bancaire et boursier n'est plus ce qu'il fut pendant longtemps, un contentieux contractuel pour sa partie judiciaire et technique pour sa partie administrative. D'une part, les deux se sont rapprochés par une application progressive des principes fondamentaux de la Justice (séparation des autorités administratives, de poursuite et de jugement, non cumul des poursuites et des peines, par exemple), d'autre part, ils sont largement commandés par des règles européennes et même internationales, enfin ils sont de plus en plus dominés par des préoccupations fondamentales liées à la protection des droits humains et à la responsabilité sociale et environnementale, pour dire les choses rapidement. C'est sûrement conscient de ces évolutions que les promoteurs de cette nouvelle revue en ont eu l'idée. Centrée sur le contentieux, elle ne fait pas double emploi avec ses concurrentes. Longtemps, les contentieux bancaire et boursier ont été perçus comme marginaux et réservés à quelques spécialistes, mais leur évolution a fait qu'ils sont au cœur du fonctionnement des marchés bancaire et financier et qu'ils participent désormais de la confiance dans le système financier lui-même, confiance non seulement des professionnels, mais bien plus largement, des citoyens. Cette évolution des contentieux (croissance et extension) est animée par plusieurs forces. D'une part, une complexification croissante des activités bancaires et financières : sophistication des produits, internationalisation des flux, développement des technologies, montée en puissance de nouveaux acteurs. D'autre part, un renforcement continu des exigences réglementaires, sous l'impulsion des régulateurs nationaux et européens, mais aussi internationaux, dans un contexte où la prévention des risques systémiques est deve-

« si le contentieux contribue incontestablement à la discipline des acteurs et à la protection des investisseurs, il peut aussi emporter une surréglementation et des incertitudes. »

nue une priorité et la protection des droits humains une exigence générale. De cette rencontre ne pouvait résulter qu'une expansion du champ du contentieux, mais aussi un élargissement et un renouvellement de ses thèmes. Au résultat, ce contentieux ne se contente plus d'accompagner les évolutions de fond, il en devient l'un des moteurs. À travers lui se redessinent les contours des obligations pesant sur les acteurs. Le devoir de mise en garde se transforme, le devoir de vigilance s'implante, la responsabilité du banquier change d'échelle, la notion d'information financière se densifie. Par ailleurs, la frontière entre responsabilité civile, sanction administrative et incrimination pénale se brouille. Dans le même temps, une judiciarisation des marchés s'est installée. Les investisseurs, mieux informés et parfois mieux organisés, recourent plus

facilement au juge. Les autorités de régulation, quant à elles, développent des pratiques de sanction effectives, de plus en plus dans un dialogue avec le contentieux judiciaire. Il en

résulte une superposition de procédures, une multiplication des risques juridiques et, au fond, des exigences accrues pour les opérateurs, mais aussi des incertitudes grandissantes pour ceux-ci. Faut-il s'en inquiéter ? La question mérite d'être posée. Car si le contentieux contribue incontestablement à la discipline des acteurs et à la protection des investisseurs, il peut aussi emporter l'équivalent d'une surréglementation et des incertitudes. Au résultat, le droit bancaire et financier contemporain oscille entre deux exigences, qui peuvent paraître contradictoires mais qu'il faut conjuguer : garantir la sécurité tout en préservant le dynamisme bancaire et financier. Le contentieux lui-même est de plus en plus marqué par cette tension.

Rubrique

CONTENTIEUX des DÉLITS ET MANQUEMENTS BOURSIERS

L'information privilégiée à l'épreuve de l'intelligence artificielle : la fabrication algorithmique du risque d'abus de marché

Auteur(s)



Maxime Galland

Avocat à la Cour chez KPMG, docteur en droit

L'examen des liens entre les notions d'information privilégiée et d'intelligence artificielle s'impose à la lumière d'une double évolution. D'un côté, l'interprétation du texte MAR¹ a progressivement -- et encore récemment -- détaché l'information privilégiée de sa source traditionnelle, en privilégiant une approche fonctionnelle centrée sur l'avantage d'asymétrie informationnelle. De l'autre, l'IA accroît la capacité des organisations à agréger, corréler et inférer des signaux sensibles à partir de données internes, publiques² ou issues des dispositifs de conformité.

Au-delà des cadres traditionnels prévenant les comportements d'initiés, les praticiens commencent à s'interroger sur la possible fabrication algorithmique d'une information privilégiée à partir de fragments dispersés, lorsque l'outil IA produit une information suffisamment précise, non publique et susceptible d'influencer sensiblement le prix d'un instrument financier. Il ne s'agit donc pas d'examiner l'IA comme vecteur de manipulation de marché — diffusion de fausses informations, génération de signaux artificiels ou perturbation algorithmique de la formation des prix — mais comme facteur de formation, de révélation et de circulation d'une information susceptible d'être qualifiée de privilégiée.

Cette problématique s'inscrit très concrètement dans la perspective des évolutions récentes du droit positif. L'arrêt de la CJUE du 15 mars 2022³ sur la publication imminente d'un article de presse, la décision du Conseil d'État du 30 janvier

2019⁴ sur la publication attendue d'une analyse financière, ou encore l'arrêt de la CJUE du 19 mars 2026⁵ sur l'IP née des modalités d'inscription d'une personne sur une liste d'initiés confirment une même logique. L'information privilégiée peut résulter d'une source tierce, d'un signal interne de conformité ou d'une recomposition d'éléments contextuels, dès lors qu'elle procure un avantage informationnel non public à un investisseur raisonnable.

Il serait excessif d'y voir une invitation à refondre l'article 7 MAR pour y intégrer la genèse algorithmique de l'information privilégiée. L'enjeu immédiat se pose davantage en termes de gouvernance car pour la réguler il faut appréhender les conditions concrètes dans lesquelles l'information se forme, circule et se prouve⁶. À l'extension jurisprudentielle de la notion d'information privilégiée doit ainsi répondre une extension raisonnée de la gouvernance, fondée sur la cartographie des données sensibles, le cloisonnement des accès, la revue des sorties IA, la discipline du différé au titre de l'article 17 MAR et la conservation d'une preuve auditable des contrôles opérés.

La problématique posée peut dès lors être examinée en deux temps. L'analyse montrera d'abord que MAR et la jurisprudence consacrent une conception fonctionnelle de l'information privilégiée, détachée de son origine et centrée sur l'avantage informationnel qu'elle procure. Il conviendra ensuite de

1 Règlement 596/2014/UE du 16 avr. 2014, relatif aux abus de marché.

2 AMF, Rappel de bonnes pratiques sur la diffusion/confidentialité de l'IP, 18 janv. 2024, (contexte de digitalisation ; articulation avec la gestion de l'IP) ; AFG, Guide pratique – Abus de marché, oct. 2024, (barrières à l'information, outils de détection, listes et automatisation) ; AMF, DOC201608 (cycle de vie de l'IP, listes, communication à des tiers) ; rappel 18 janv. 2024 (digitalisation, sécurité des canaux).

3 CJUE, 15 mars 2022, aff. C-302/20, M.A. c/ AMF.

4 CE, 30 janv. 2019, n° 412789.

5 CJUE, 19 mars 2026, aff. C-363/24, Finansinspektionen c/ Carnegie Investment Bank AB. Sur les apports de l'arrêt et notamment d'une part, qu'une information peut être suffisamment déterminée sans révéler l'événement dont elle procède et, d'autre part, que son inexactitude n'exclut pas sa qualification dès lors qu'elle demeure vraisemblable et exploitable, v. Alain Pietrancosta, Information privilégiée : la condition de précision peut être satisfaite indépendamment du caractère indirect et inexact de l'information, BJS mai 2026, n° BJS204n0.

6 Les travaux approfondis consacrés à l'analyse des risques liés au déploiement de l'intelligence artificielle dans le secteur financier, témoignent d'un enjeu contemporain : HCJP, « Rapport sur les impacts juridiques et réglementaires de l'intelligence artificielle en matière bancaire, financière et des assurances », 20 juin 2025.

mesurer ce que l'IA change réellement, non pas les critères juridiques de qualification, mais les conditions pratiques de formation, de circulation et de gouvernance de l'information privilégiée.

I — L'extension fonctionnelle de l'information privilégiée : de la source de l'information à l'avantage informationnel

MAR et la jurisprudence ont progressivement détaché l'information privilégiée de sa source traditionnelle. L'information pertinente n'est plus seulement celle qui émane de l'émetteur ou qui porte directement sur son titre ; elle est celle qui, appréciée ex ante, est susceptible de procurer un avantage informationnel non public à un investisseur raisonnable.

A — Une définition MAR technologiquement neutre et centrée sur l'effet de marché

La notion d'information privilégiée structure l'ensemble du dispositif européen de prévention et de répression des abus de marché. Elle conditionne l'interdiction des opérations d'initiés ainsi que l'obligation de publication « dès que possible » des informations privilégiées concernant directement l'émetteur⁷.

Le texte de MAR retient une définition large et technologiquement neutre, dont l'ouverture est renforcée par la présence de « cas spéciaux », notamment l'information relative aux ordres en attente (client order information)⁸ — socle normatif des situations de *front running*⁹. L'article 7 de MAR combine une définition générale et des hypothèses spéciales, dont l'information relative aux ordres en attente¹⁰, révélant que le législateur européen entend capter des avantages informationnels pouvant naître au niveau des intermédiaires, indépendamment d'un évènement boursier traditionnel.

Son interprétation demeure téléologique et économique. La question centrale demeure celle de savoir si l'information, appréciée ex ante, est susceptible d'être utilisée par un investisseur raisonnable et de modifier le prix. Cette approche, déjà stabilisée en jurisprudence¹¹, autorise une qualification « fonctionnelle », sensible au contexte plutôt qu'à la source de l'information.

Cette extension substantielle demeure toutefois encadrée par un formalisme organisationnel. En effet, l'article 17 de MAR impose la publication « dès que possible », tout en autorisant un différé sous une triple condition¹² (intérêt légitime de l'émetteur ou du participant, absence de risque d'induire le public en erreur, garantie de la confidentialité de l'information). La doctrine AMF et les guidelines ESMA¹³ structurent la mise en œuvre du report et la chaîne de confidentialité. L'arrêt CJUE du 16 avril 2026¹⁴ interprète strictement le critère de publicité de l'IP en posant le principe que seule une publication effectuée par l'émetteur lui-même dans les conditions de l'article 17 MAR est susceptible de faire perdre à l'information privilégiée son caractère non public.

B — L'admission jurisprudentielle des informations privilégiées nées hors du giron de l'émetteur

L'arrêt de la CJUE du 15 mars 2022¹⁵ reconnaît que l'information portant sur la publication imminente d'un article de presse relayant une rumeur de marché peut être « précise », lorsque le contenu à paraître comporte des indices de crédibilité suffisants. La Cour articule cette qualification avec les exceptions prévues par MAR, notamment ses articles 10 et 21, afin de préserver la liberté de la presse sous un contrôle de nécessité/proportionnalité. Concernant le caractère précis, est notamment pris en compte « le fait que cet article de presse mentionnera le prix auquel seraient achetés les titres de cet émetteur dans le cadre d'une éventuelle offre publique d'achat ainsi que l'identité du journaliste ayant signé ledit article et de l'organe de presse en assurant la publication »¹⁶. La commission des sanctions de l'AMF avait jugé en ce sens en 2018 que : « La publication prochaine d'un article de presse relayant une rumeur est (...) susceptible de constituer une information privilégiée »¹⁷.

Le Conseil d'État a quant à lui admis que la connaissance du moment de publication d'analyses financières attendues par le marché – notamment lorsqu'elles émanent d'institutions reconnues et contribuent à la formation des prix – peut revêtir une portée sensible, au point d'alimenter la qualification d'usage d'information privilégiée¹⁸.

Une ligne jurisprudentielle se dégage. L'information privilégiée ne se définit plus prioritairement par son origine, ni par son degré d'achèvement, mais par sa capacité, appréciée ex ante, à procurer un avantage informationnel asymétrique

7 Art. 7, Règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avr. 2014, relatif aux abus de marché, (définition et cas spéciaux, dont art. 7(1)(d) « ordres en attente ») ; Art. 17, Règlement (UE) n° 596/2014, du 16 avr. 2014, relatif aux abus de marché, (publication « dès que possible » ; différé) ; ESMA, Guidelines on legitimate interests delay in the disclosure of inside information, 20 oct. 2016, (art. 17(11) MAR) ; AMF, Positionrecommandation, DOC201608, Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée.

8 Art. 7, Règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avr. 2014, relatif aux abus de marché, (définition et cas spéciaux, dont art. 7(1)(d) « ordres en attente »).

9 « Front running » ou « pré-information » désigne la pratique qui consiste pour un intermédiaire à exploiter des informations non publiques relatives à un ordre d'achat ou de vente, afin de prendre une position dont le profit est garanti.

10 Article 7, 1. D), Règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avr. 2014, relatif aux abus de marché.

11 CJUE, 15 mars 2022, aff. C302/20, M. A c/ AMF, (publication imminente d'un article ; articulation art. 10 et art. 21 MAR) ; CE, 30 janv. 2019, n° 412789, (portée de la publication attendue d'analyses/recommandations ; avantage informationnel prépublication) ; CJUE, 19 mars 2026, aff. C363/24, Finansinspektionen c/ Carnegie Investment Bank AB (courriel d'inscription sur liste d'initiés ; art. 7(2) « caractère précis »).

12 Article 17, 4, Règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avr. 2014, relatif aux abus de marché.

13 Art. 17, Règlement (UE) n° 596/2014, du 16 avr. 2014, relatif aux abus de marché, (publication « dès que possible » ; différé) ; ESMA, Guidelines on legitimate interests delay in the disclosure of inside information, 20 oct. 2016, (art. 17(11) MAR) ; AMF, Positionrecommandation, DOC201608, Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée.

14 CJUE, 16 avril 2026, C-229/24 Brännelius.

15 CJUE, 15 mars 2022, aff. C302/20, M. A c/ AMF, (publication imminente d'un article ; articulation art. 10 et art. 21 MAR).

16 Ibid.

17 AMF, sanct., 24 oct. 2018, SAN-2018-13.

18 CE, 30 janv. 2019, n°412789. « Il en va toutefois différemment si ces travaux ou estimations peuvent être regardés comme recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement et émanent d'analystes ou institutions reconnus, dont les publications sont normalement attendues par le marché et contribuent au processus de formation des cours des instruments financiers ».

(car non public) susceptible d'influencer le prix. La publication imminente d'un article de presse relayant une rumeur crédible, la diffusion attendue d'une analyse financière¹⁹ émanant d'un acteur reconnu ou l'activation d'un dispositif interne de conformité peuvent ainsi relever de MAR lorsque leur crédibilité, leur contexte et leur portée économique sont de nature à orienter le comportement d'un investisseur raisonnable. Ce déplacement éclaire directement l'analyse de l'IA, dont la fonction première consiste précisément à recomposer des signaux épars en inférences exploitables.

C- La qualification des signaux internes de conformité comme informations potentiellement privilégiées

L'arrêt Carnegie de la CJUE du 19 mars 2026²⁰ complète ce mouvement par un déplacement interne : un courriel indiquant l'inscription d'une personne sur une liste d'initiés, sans exposer les raisons, peut satisfaire à l'exigence de "caractère précis"²¹, dès lors que, dans son contexte²², il révèle l'existence d'un projet sensible susceptible de conférer un avantage informationnel.

L'apport de cette décision est important pour la gouvernance. Elle retient une approche contextuelle, objective et contextualisée de l'IP. Il n'est certes pas nouveau que la qualité de la personne réceptionnaire de l'IP soit prise en considération pour qualifier cette information. Cela se comprend : un banquier expérimenté se contentera de quelques bribes d'information pour saisir la portée d'une information, là où l'individu ordinaire aurait besoin de davantage de détails. Dans ce contexte, la CJUE consacre l'idée que la liste d'initiés n'est plus seulement un outil de traçabilité et de sanctuarisation de l'IP, elle peut aussi en devenir le vecteur. Sa mobilisation (et sa communication interne) peut, en elle-même, devenir porteuse d'une information privilégiée susceptible de relever de MAR lorsqu'elle est suffisamment contextualisée pour créer une asymétrie exploitable. La frontière entre outil de conformité et objet de qualification s'en trouve brouillée²³. Deux conséquences pratiques en découlent.

Premièrement, la Cour confirme que le critère du « caractère précis » (art. 7(2) MAR) ne requiert pas nécessairement un récit complet ou des motifs explicites : l'information peut être précise si elle permet, au regard des circonstances, d'in-

férer l'existence d'une situation ou d'un événement susceptible d'influencer sensiblement le cours. Une communication indiquant qu'une personne est inscrite sur une liste d'initiés et empêchée de vendre les actions de l'émetteur peut donc sans indication de la raison de cette inscription et selon les circonstances constituer une information à caractère suffisamment précis, donc potentiellement une information privilégiée. La Cour motive ce raisonnement par une lecture téléologique de MAR, centrée sur l'égalité d'accès à l'information et l'intégrité des marchés.

En d'autres mots, parce que l'interdiction de vendre, couplée à l'inscription sur la liste d'initiés, implique indirectement que la personne concernée détienne une information négative sur l'émetteur, de nature à affecter le cours, la Cour estime que cette information peut inciter un investisseur informé à vendre ou à s'abstenir d'acheter.

La précision de l'information doit ainsi être appréciée au cas par cas par le juge national, au regard du contenu concret de la communication, de l'identité et du rôle des personnes concernées, ainsi que du contexte de marché et contractuel. Il s'agit de déterminer si un investisseur raisonnable aurait pu utiliser cette information comme fondement de sa décision d'investissement et en tirer un avantage au détriment des autres investisseurs.

Deuxièmement, la CJUE²⁴ relativise le rôle de l'appréciation de l'émetteur, comme celui de l'exactitude de l'information. Même si la notion d'information privilégiée reste objective, l'appréciation par l'émetteur du caractère privilégié n'est en principe pas déterminante. De la même manière, l'exactitude n'est pas, en tant que tel, un élément autonome de la définition. Il suffit que l'information se rapporte à des circonstances ou événements existants ou raisonnablement prévisibles. Elle doit donc présenter non pas un critère de certitude, mais une certaine vraisemblance appréciée ex ante du point de vue d'un investisseur raisonnable au regard des éléments disponibles et de la fiabilité de la source. Cette décision ne prend pas en compte l'effectivité de la « supériorité informationnelle »²⁵ induite, qui n'est dès lors pas une condition préalable à la caractérisation de l'IP. La Cour reconnaît une valeur informationnelle autonome à un instrument de compliance (la liste d'initiés), ce qui revient à intégrer dans le champ de l'analyse MAR non seulement les contenus « métiers » (projet d'opération, résultats), mais aussi les signaux internes révélant l'existence d'un projet sensible.

En d'autres termes, après avoir admis qu'une information indirecte²⁶ ou exogène à l'émetteur (publication imminente d'un article, analyse attendue) puisse être privilégiée, le droit de l'Union européenne admet qu'un signe indirect – produit par la conformité – puisse constituer un indice suffisamment

19 CE, 30 janv. 2019, n° 412789, (portée de la publication attendue d'analyses/recommandations ; avantage informationnel prépublication).

20 CJUE, 19 mars 2026, aff. C363/24, *Finansinspektionen c/ Carnegie Investment Bank AB* (courriel d'inscription sur liste d'initiés ; art. 7(2) "caractère précis").

21 Art. 7, (2), Règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avr. 2014, relatif aux abus de marché.

22 La décision ne consacre pas une automaticité de qualification. La simple mention de l'inscription d'une personne sur une liste d'initiés demeure, en principe, insuffisante à caractériser une information privilégiée. Ce n'est toutefois que lorsque cette mention est entourée d'éléments complémentaires — en particulier une interdiction directionnelle de céder ou un contexte permettant d'inférer l'existence d'un événement sensible — qu'elle peut satisfaire à l'exigence de précision de l'article 7, paragraphe 2, de MAR.

23 CJUE, 19 mars 2026, aff. C363/24, *Finansinspektionen c/ Carnegie Investment Bank AB* (email d'inscription sur liste d'initiés) ; AMF, Rappel de bonnes pratiques sur la diffusion/confidentialité de l'IP, 18 janv. 2024, (contexte de digitalisation ; articulation avec la gestion de l'IP) ; AFG, Guide pratique – Abus de marché, oct. 2024, (barrières à l'information, outils de détection, listes et automatisation) ; art. 7(2) "caractère précis" ; AMF, DOC201608 (cycle de vie de l'IP, listes, communication à des tiers) ; rappel 18 janv. 2024 (digitalisation, sécurité des canaux).

24 Les arrêts préjudiciels s'imposent dans leurs motifs et dispositifs aux ordres internes européens.

25 Alain Pietrancosta, « Information privilégiée, la condition de précision peut être satisfaite indépendamment du caractère indirect et inexact de l'information », BJS, 2026, n° BJS204n0.

26 Terme emprunté au Professeur A. Pietrancosta in, *Information privilégiée : la condition de précision peut être satisfaite indépendamment du caractère indirect et inexact de l'information*, BJS mai 2026, n° BJS204n0.

riche pour être qualifié d'IP, dès lors qu'il confère à son détenteur un avantage informationnel.

La qualification de l'IP ne dépend ni de l'intention de l'émetteur, ni de la compréhension subjective du destinataire effectif, ni même de l'appréciation interne portée sur le caractère privilégié de l'information. Peu importe la véracité de l'information si son caractère vraisemblable la rend exploitable par un investisseur raisonnable. Cette approche, désormais consacrée par la CJUE, apparaît décisive dans les environnements IA où une sortie algorithmique imparfaite mais contextualisée et exploitable expose au risque d'abus de marché.

La jurisprudence a rendu juridiquement possible l'appréhension d'informations privilégiées indirectes ; l'IA rend pratiquement plus fréquente leur formation.

II — L'intelligence artificielle et la recomposition pratique du risque MAR : formation, amplification et maîtrise de l'information privilégiée

L'IA renouvelle ainsi la portée pratique de MAR. Sans modifier les critères juridiques de l'information privilégiée, elle accroît les situations dans lesquelles ces critères peuvent être réunis.

A — La recomposition algorithmique des signaux faibles en information privilégiée

La généralisation des usages d'IA générative au sein des PSI et des émetteurs²⁷ accroît à la fois le risque de circulation illicite d'informations sensibles et celui de production d'inférences directionnelles présentant les caractéristiques d'une information privilégiée. Le système IA utilisé comme outil d'assistance à la conformité ou à la production documentaire peut produire des inférences directionnelles non publiques à partir de simples fragments internes (listes d'initiés, de projets confidentiels, *workflows*, documents à l'état de projet mal protégés) et de données publiques, rendant plus fréquent le passage d'une "trace" interne à une information susceptible de relever de MAR²⁸. Pour citer le premier sous-gouverneur de la Banque de France, en matière d'IA : « *la médaille a un revers, et la puissance des solutions développées s'accompagne de risques significatifs* »²⁹.

Ce risque tient à la recomposition algorithmique de signaux confidentiels et publics. Le rapport IOSCO sur l'IA paru en

mai 2026³⁰ identifie précisément l'usage croissant de l'IA intégré dans les fonctions de marché pour soutenir le processus décisionnel dans l'investment research, la sentiment analysis, le *robo-advising* et l'*algorithmic trading*, autant de fonctions dans lesquelles l'outil ne se borne plus à restituer une information, mais contribue à la transformer en signal exploitable. Les incidents récents³¹ impliquant des agents IA autonomes illustrent moins l'apparition d'un risque juridique entièrement nouveau que l'accroissement de la surface d'exposition des organisations : perte de contrôle des sorties, difficulté de confinement technique, insuffisance des traces et diffusion non maîtrisée d'informations sensibles. Au regard des exigences d'intégrité du marché posées par MAR, leur intérêt tient à ce qu'ils montrent qu'un système IA peut non seulement accéder à des fragments confidentiels, mais aussi les agréger, les reformuler ou les exposer dans des conditions susceptibles d'affaiblir la confidentialité requise par l'article 17 MAR.

Les développements récents des IA génératives, notamment dans la production de contenus textuels³², visuels ou audiovisuels de plus en plus réalistes, doivent être appréhendés non pour leur dimension spectaculaire, mais pour leur effet sur la traçabilité et la fiabilité de l'information. Dans une logique MAR, le risque n'est pas la sophistication technique en elle-même, mais la possibilité qu'une sortie IA brouille l'origine, le degré de certitude ou le caractère public d'une information susceptible d'influencer le marché. Lorsque l'IA est connectée à des environnements internes (GED, outils de workflow, référentiels de conformité), elle peut, par simple corrélation, rapprocher des éléments tels qu'une inscription sur une liste d'initiés, une activation d'une liste de surveillance, un calendrier interne, des brouillons de communication, etc.

L'arrêt préjudiciel rendu par la CJUE le 16 avril 2026³³ renforce cette exigence de maîtrise de la diffusion, en jugeant que seule³⁴ une publication effectuée par l'émetteur dans les conditions de l'article 17 MAR est susceptible de faire perdre

30 IOSCO, Supervisory Toolkit for AI Use in Capital Markets, FR/02/2026, May 2026. L'organisme insiste sur l'élargissement des usages de l'IA par les acteurs de marché et les tiers technologiques, ainsi que sur les risques liés à l'externalisation, aux dépendances à des prestataires et à la concentration autour de certains fournisseurs d'IA ou de cloud. Ces usages ne sont plus prospectifs mais déjà intégrés aux fonctions de marché : robo-advising, algorithmic trading, investment research, sentiment analysis, surveillance/compliance AML-CFT, automatisation de tâches internes, extraction d'information, classification, résumé, transcription, traduction, rédaction et chatbots clients.

31 Anthropic, System Card: Claude Mythos Preview, 7 avril 2026. Les fonctions inédites de ce système IA d'identification et d'exploitation des vulnérabilités ont été identifiées par la BCE comme névralgique le 26 mai 2026 (BCE, Strengthening operational resilience for the age of AI, Speech, 3 juin 2026, www.ecb.europa.eu/ecb/all-about-us/html/index.fr.html#/search/mythos/1). L'ACPR a exhorté les banques, assurances et mutuelles à maintenir un haut niveau d'hygiène cyber sur les risques d'utilisation à des fins offensives des modèles d'IA permettant d'automatiser l'analyse de grands volumes de code. Le régulateur plébiscite notamment l'application du règlement DORA comme un cadre solide de gestion des risques informatiques et de résilience opérationnelle. ACPR, acpr.banque-france.fr, publication du 9 juin 2026. V. aussi AMF, Résilience cyber : l'AMF appelle les acteurs financiers à renforcer leurs dispositifs face à l'évolution rapide des menaces liées à l'intelligence artificielle, publication du 3 juin 2026, www.amf-france.org.

32 Par ex. OpenAI Sora, Google Veo 3, Kling AI

33 CJUE, 4e ch., 16 avr. 2026, no C-229/24, Brännelius. N. Ida, *Qu'est-ce qu'une information publique au sens du règlement Abus de marché ?* RPDA avril 2026, n° RDA10113

34 CJUE 16 avril 2026 aff. C-229/2, les points 61 et 62 de l'arrêt explicitent toutefois les cas où un tiers qualifié dûment mandaté par l'émetteur peut publier l'information pour son compte.

à l'information son caractère non public³⁵. Combinée à la décision Carnegie du 19 mars 2026, cette solution conduit à considérer qu'un système IA capable de rapprocher des signaux dispersés peut accroître la probabilité qu'une information issue de la conformité, ou inférée à partir de ses traces, satisfasse aux critères de l'information privilégiée.

Dans cette hypothèse, la question se déplace vers les conditions de gouvernance permettant d'identifier les personnes autorisées à accéder à cette information, de déterminer les modalités de validation des sorties sensibles et de conserver la trace des décisions prises.

B. L'IA comme technologie d'amplification et de réactivation des risques classiques d'abus de marché

Le risque est ici moins conceptuel que pratique. L'IA ne crée pas, en elle-même, une nouvelle catégorie d'abus de marché ; elle augmente en revanche la puissance opérationnelle des risques déjà identifiés par MAR, en facilitant l'accès, le traitement et l'inférence à partir d'informations non publiques. Les risques classiques de front running, de divulgation illicite et d'accès indu à des informations confidentielles ne disparaissent donc pas avec l'IA. Ils peuvent se matérialiser plus vite, se détecter plus difficilement et se diffuser plus largement dans l'organisation.

Cette amplification est particulièrement sensible pour les informations relatives aux ordres en attente. MAR les qualifie expressément d'informations privilégiées lorsqu'elles sont précises, non publiques et susceptibles d'avoir un effet sensible sur le prix. Cette qualification constitue le socle normatif des situations de front running, dans lesquelles une personne utilise une information non publique relative à des ordres clients pour se positionner avant leur exécution ou pour en tirer un avantage informationnel indu.

L'apport propre de l'IA tient ici à sa capacité à réduire les coûts de recherche, de rapprochement et d'exploitation des signaux internes. Un assistant IA connecté à des tickets, messages, journaux d'activité, carnets d'ordres ou outils de relation client peut faciliter l'identification de flux récurrents, de comportements institutionnels ou de mouvements clients significatifs. Le risque ne tient pas seulement à l'accès direct à une information brute mais dans la capacité de l'outil à produire une synthèse, une corrélation ou un « insight » exploitable à partir de données qui, prises isolément, pouvaient paraître inoffensives.

L'IA accentue ainsi la sensibilité d'un cas déjà identifié par le texte lui-même. Un cas d'usage apparemment banal — assistant de rédaction, moteur de recherche interne, outil de support, aide à la préparation commerciale — peut dériver vers

un accès indirect à la client order information si les droits d'accès, les sources indexées, les prompts et les sorties ne sont pas strictement gouvernés. La difficulté tient donc moins à la qualification abstraite qu'à la maîtrise concrète des usages. Le même raisonnement vaut pour la divulgation illicite d'informations privilégiées. Une sortie IA peut reformuler, résumer ou redistribuer une information sensible à des personnes qui n'auraient pas dû y accéder. Elle peut également neutraliser les barrières informationnelles si elle est entraînée, connectée ou interrogée sur des corpus insuffisamment cloisonnés. La divulgation peut alors intervenir non par transmission volontaire d'un document source, mais par reconstitution ou synthèse algorithmique d'un contenu confidentiel.

L'attention doit donc se déplacer des seuls documents sensibles vers l'ensemble de la chaîne d'accès et de production de l'information. Les sources consultées, les droits d'accès, les prompts, les historiques de requêtes, les sorties générées et les modalités de partage doivent être traités comme des points potentiels de cristallisation du risque MAR. L'enjeu n'est pas de présumer que toute sortie IA serait une information privilégiée, mais de reconnaître que certaines sorties peuvent en acquérir les caractéristiques lorsqu'elles agrègent des éléments non publics et directionnels.

Parce que l'IA amplifie les risques classiques de détention, d'usage et de diffusion d'informations privilégiées, la réponse doit prendre la forme d'une gouvernance MAR adaptée aux usages et capable d'encadrer la chaîne de production informationnelle, depuis les données sources jusqu'aux prompts, sorties, logs, validations et décisions de diffusion.

C- L'IA comme objet de gouvernance et d'extension raisonnée des dispositifs MAR

Quatre exigences pratiques peuvent structurer cette gouvernance.

1. Cartographier les données d'inférence sensibles et les cas d'usage IA

Il convient d'abord d'actualiser la cartographie des informations sensibles au regard des usages IA déployés par l'organisation. Les données relatives aux projets confidentiels, aux listes d'initiés, aux listes de surveillance, aux ordres en attente, aux workflows de conformité, aux brouillons de communication financière ou aux échanges avec les conseils doivent être identifiées non seulement comme données sources, mais aussi comme éléments susceptibles d'être recomposés par un outil algorithmique.

Cette cartographie doit donc porter à la fois sur les données, les outils et les cas d'usage. Un assistant de rédaction, un moteur de recherche interne, un outil de synthèse documentaire ou un agent de support peuvent présenter un profil de risque très différent selon les corpus auxquels ils sont connectés et selon les populations autorisées à les interroger. La qualification doit être concrète et être opérée au cas par cas, à partir

³⁵ CJUE 16 avril 2026 aff. C-229/2. Sur l'articulation des articles 7 et 17 MAR en contrariété avec l'avis de l'avocat général aboutissant à ériger la notion « d'information rendue publique » au rang de notion autonome au sens du droit de l'Union européenne, v. Cécile Granier, Publication d'une information privilégiée : mode d'emploi, Dalloz, Bull. Rapide de droit des Affaires 13.26 (1 juillet 2026).

des critères de l'article 7 MAR, à savoir le caractère précis, non public et potentiellement sensible au prix de l'information produite ou révélée.

Il ne s'agit pas de présumer que toute sortie IA serait une information privilégiée mais d'identifier les hypothèses dans lesquelles l'outil peut transformer des signaux dispersés en une information exploitable par un investisseur raisonnable. À ce titre, la cartographie doit intégrer les scénarios d'inférence, les chaînes de dépendance entre sources internes et les situations dans lesquelles une sortie IA pourrait révéler indirectement un projet sensible ou une intention de marché.

2. Cloisonner les accès, les prompts et les sorties

Le cloisonnement constitue le deuxième axe. Dans un environnement IA, les barrières informationnelles ne peuvent plus seulement porter sur les documents sources ou les répertoires partagés. Elles doivent également couvrir les corpus indexés, les connecteurs applicatifs, les droits d'interrogation, les catégories de prompts autorisées et les modalités de restitution des réponses.

Le risque propre à l'IA tient à ce que l'accès à l'information ne passe pas nécessairement par la consultation directe d'un document confidentiel. Il peut résulter d'une requête apparemment neutre, d'une synthèse transversale ou d'une corrélation entre plusieurs signaux faibles. Une personne (ou un agent IA) qui n'aurait pas accès à un projet sensible peut ainsi obtenir, par voie de reformulation ou d'inférence, une information équivalente à celle qui aurait dû rester confinée.

Le cloisonnement doit dès lors être conçu au niveau des usages, et non des seuls répertoires documentaires. Il suppose de limiter les sources accessibles à chaque cas d'usage, de restreindre les requêtes portant sur les informations les plus sensibles, de filtrer les sorties susceptibles de révéler une information privilégiée et de prévoir une revue humaine lorsque l'outil produit une inférence directionnelle ou une recommandation d'action. La gouvernance des prompts devient ici un prolongement naturel des barrières à l'information.

Ces mesures dites de défense périmétrique³⁶ sont présentées par les régulateurs comme un levier efficace de réduction du risque contre les fuites ou intrusions exploitables.

3. Documenter la chaîne de garde, des logs aux validations et aux décisions de différé

La troisième exigence est celle de la preuve. Dans un environnement IA, la conformité MAR ne peut plus se limiter à démontrer que l'information source était protégée. Elle doit pouvoir reconstituer la chaîne de production, d'accès et de

diffusion de l'information, depuis les données interrogées jusqu'à la sortie générée, en passant par les prompts, les logs, les validations et les éventuelles décisions de différé.

Cette exigence rejoint directement l'article 17 MAR³⁷. Lorsque l'information est susceptible d'être qualifiée de privilégiée, l'émetteur doit pouvoir justifier les conditions de publication ou de différé, les mesures de confidentialité mises en place, l'absence de risque d'induire le public en erreur et la maîtrise des canaux de diffusion. L'IA ajoute une couche supplémentaire à cette démonstration, car la sortie sensible peut résulter d'une recombinaison progressive plutôt que d'un document source unique.

La documentation doit dès lors permettre de répondre à quelques questions déterminantes : qui a interrogé l'outil, sur quelles sources, avec quel niveau d'accès, pour produire quelle sortie, à quel moment, avec quelle validation et selon quelles règles de diffusion ? Cette chaîne de garde permet d'établir que l'organisation a identifié le risque, conservé la preuve des contrôles opérés et documenté les arbitrages rendus.

4. Inscrire la gouvernance IA dans les référentiels MAR et prudentiels existants

Enfin, cette gouvernance doit s'inscrire dans les référentiels existants. Les lignes directrices ESMA, la doctrine AMF³⁸ et les standards de place relatifs aux barrières à l'information, aux listes d'initiés, aux listes de surveillance, aux listes d'interdiction et aux dispositifs de détection fournissent déjà une matrice utile. L'IA ne justifie pas d'abandonner ces catégories, mais de les étendre aux nouveaux points de cristallisation du risque, notamment les corpus d'entraînement ou d'indexation, les prompts, les sorties et les journaux d'activité.

Les standards de place, notamment ceux relayés par les organismes internationaux³⁹ et nationaux⁴⁰, permettent également de penser une gouvernance proportionnée, fondée sur les trois lignes de défense, la séparation des fonctions, la traçabilité des alertes, la surveillance des accès et le contrôle des outils automatisés. L'automatisation peut constituer un levier de surveillance, mais seulement si elle demeure paramétrée, contrôlée et intégrée à un dispositif de contrôle interne robuste.

37 Le Listing Act Règlement (UE) 2024/2809 du 23 octobre 2024, une directive (UE) 2024/2811 du 23 octobre 2024, et la directive (UE) 2024/2810 du 23 octobre 2024) modifie plusieurs dispositions de MAR, notamment le régime de publication des informations privilégiées et certains processus de révélation progressive. Les dispositifs IA conçus aujourd'hui devront donc demeurer compatibles avec cette évolution, en particulier s'agissant de la chronologie de qualification, de la décision de différé, du maintien de la confidentialité et de la diffusion au marché.

38 AMF, Position recommandation, DOC201608, Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée ; AMF, DOC201608 (cycle de vie de l'IP, listes, communication à des tiers) ; rappel 18 janv. 2024 (digitalisation, sécurité des canaux). L'AMF annonce se pencher en 2026 dans son rapport sur le gouvernement d'entreprise sur la manière dont la gouvernance des sociétés cotées tient compte de l'IA et de la cybersécurité (www.amf-france.org, 9 juin 2026). Gageons que certaines des recommandations et bonnes pratiques annoncées porteront sur les enjeux liés au respect du texte MAR.

39 IOSCO, Mai 2026: Supervisory Toolkit for AI Use in Capital Markets. Juin 2026 : consultation sur les pratiques en matière de gouvernance, de transparence et de reporting liées à l'utilisation des systèmes d'intelligence artificielle (rapport à paraître début 2027).

40 AFG, Guide pratique – Abus de marché, oct. 2024, (barrières à l'information, outils de détection, listes et automatisation) ; AMAFI, Abus de marché (ressources de place) ; AMAFIKPMG Avocats, conférence, « L'intelligence artificielle et les services d'investissement : quelles exigences, quels usages et quelle gouvernance ? », 20 janv. 2026, (gouvernance, articulation des cadres).

36 On peut en dénombrer 4 types : réduire la surface d'exposition du système d'information, en limitant strictement les services accessibles depuis internet, en désactivant les services et ports non nécessaires et en appliquant des règles de filtrage appropriées ; sécuriser les accès (authentification multi-facteurs) ; renforcer les capacités de détection rapide d'événements suspects ; se doter de capacités minimales de réponse à incident (cantonement pour limiter la propagation, notification des incidents majeurs).

Cette articulation doit enfin tenir compte des exigences transversales issues de DORA, de l'IA Act, du RGPD, de MiFID II et des normes de contrôle interne. La conformité IA ne peut être isolée comme un sujet purement technologique. Elle doit être intégrée à une gouvernance globale des données, des accès, des modèles, des sorties et des responsabilités, afin d'éviter que risques opérationnels, protection des données, sécurité numérique et abus de marché soient traités en silos.

Cette approche trouve également un écho dans plusieurs pratiques étrangères⁴¹. Ainsi, la FCA⁴² britannique souligne que des fuites incomplètes peuvent néanmoins affecter l'intégrité des marchés et insiste sur le contrôle des accès aux environnements techniques. Ces convergences confortent l'idée que la gouvernance IA doit être rattachée aux exigences classiques de confidentialité, de traçabilité et de contrôle des

informations sensibles de marché.

Une gouvernance MAR adaptée à l'IA ne consiste donc pas à neutraliser les outils algorithmiques, mais à en maîtriser les effets informationnels. Elle doit permettre d'identifier les données susceptibles de générer une information privilégiée, de cloisonner les accès qui rendent l'inférence possible, de documenter la chaîne de production des sorties sensibles et d'articuler ces contrôles avec les référentiels existants. C'est à cette condition que l'IA peut être intégrée aux processus métiers et de conformité sans devenir elle-même une source autonome de risque d'abus de marché.

On se convaincra que l'enjeu n'est donc pas de reconnaître à l'IA le pouvoir de créer une nouvelle catégorie d'information privilégiée, mais d'adapter les dispositifs MAR à une réalité plus exigeante : l'information sensible peut désormais se former par inférence, se diffuser par synthèse et se prouver par la trace. ■

41 La Banque des Règlements internationaux intègre la gouvernance parmi les risques associés à l'utilisation de l'IA. BIS, Governance of AI adoption in central banks, janv. 2025.

42 FCA, Primary Market Bulletin n°54 (14 mars 2025), FCA, Best practice note – Identifying, controlling and disclosing inside information, 2020

Quand une information indirecte et inexacte est qualifiée d'information privilégiée

Auteur(s)



Nicolas Ida

Agrégé des facultés de droit, Professeur à l'Université de Haute-Alsace, Membre du CERDACC

Par son arrêt Carnegie, la CJUE apporte deux précisions inédites relatives à la définition de la notion d'information privilégiée prévue par le règlement Abus de marché : d'une part, une information peut avoir un « caractère précis » non en raison de son contenu propre, mais au regard des déductions qui peuvent en être tirées par son détenteur ; d'autre part, le caractère erroné de l'information ne constitue pas en principe un obstacle à ce que celle-ci soit considérée comme suffisamment précise au sens dudit règlement.

1. Nul n'ignore, parmi les lecteurs avertis de ces colonnes, l'importance de la notion d'information privilégiée : on sait en effet que de cette notion centrale dépend non seulement le périmètre de la prohibition des comportements d'initiés, mais aussi le champ de l'obligation d'information permanente des émetteurs¹. Définie par l'article 7 du règlement MAR², la notion d'information privilégiée repose sur des critères dont l'application concrète suscite de multiples difficultés d'interprétation régulièrement portées devant les tribunaux. L'arrêt *Carnegie*, rendu par la Cour de justice de l'Union européenne (ci-après CJUE) le 19 mars 2026³, constitue l'une des dernières illustrations en date des questions inédites soulevées par la définition de l'information privilégiée⁴, s'agissant en l'occurrence du point de savoir si une information indirecte et erronée peut être considérée comme ayant un « caractère précis ».

2. En l'espèce, la banque *Carnegie* avait consenti à une société suédoise un prêt garanti par un nantissement d'actions d'une société cotée, la société *Starbreeze*. Le contrat de prêt prévoyait que la banque disposait du droit de réaliser les actions nanties dans l'hypothèse où la garantie du prêt ne serait plus adéquate. La baisse du cours des actions nanties a conduit à une situation de surendettement de l'emprunteur, justifiant la mise en œuvre de la sûreté conformément aux stipulations du contrat de prêt. La banque a alors engagé une procédure de cession progressive des actions objets du nantissement. Le même jour, la banque a été informée par courriel que le

dirigeant de la société suédoise, qui contrôlait également la société emprunteuse, avait été inscrit sur une liste d'initiés, et que ce dernier ne pouvait plus, en conséquence, céder des actions *Starbreeze*, sans autre précision sur les circonstances à l'origine de cette inscription. L'information était toutefois incorrecte car le dirigeant n'avait été formellement inscrit sur la liste d'initiés que quelques minutes après l'envoi du courriel à la banque. Après avoir brièvement suspendu la cession des titres, la banque a finalement poursuivi ces opérations. Quelques jours plus tard, la société *Starbreeze* a publié un communiqué annonçant des résultats décevants, ce qui expliquait rétrospectivement l'inscription du dirigeant social sur une liste d'initié et l'interdiction de céder ses titres.

3. La banque *Carnegie* a par la suite été poursuivie et sanctionnée pour manquement d'initié par l'autorité suédoise de surveillance financière, qui a considéré que la banque était détentric, dès la réception du courriel, d'une information privilégiée qu'elle avait utilisée en poursuivant la cession de titres *Starbreeze*. Cette décision de sanction a été confirmée par le tribunal de première instance, mais la cour d'appel de Stockholm a considéré que l'information contenue dans le courriel était trop vague pour constituer une information privilégiée, dès lors que ce message ne permettait à son destinataire ni de comprendre les raisons de l'inscription du dirigeant social sur la liste d'initiés, ni d'en tirer une conclusion quant à l'effet possible de cette information sur le cours de bourse. Saisie par l'autorité boursière, la Cour suprême suédoise a sursis à statuer afin de renvoyer quatre questions préjudicielles à la CJUE. En substance, cette dernière devait déterminer si une communication indiquant qu'une personne a été inscrite sur une liste d'initié et qu'elle est empêchée de vendre les actions d'un émetteur peut avoir un caractère suffisamment précis pour constituer une information privilégiée, même si la raison de l'inscription de cette personne sur la liste d'initié n'a pas été précisée (pt. 27). Il s'agissait également de déterminer si une information erronée peut être considérée comme précise (pt. 58).

1 Sur ce « modèle unitaire » reposant sur une définition unique de l'information privilégiée, et les réserves qu'il peut susciter, V. not. A. Pietrancosta, « Le devoir d'information permanente des sociétés cotées après "MAR" : réflexions critiques sur le durcissement du one-step model », *Mélanges en l'honneur de Jean-Jacques Daigre*, Joly éd., 2017, p. 329.

2 Règl. n° 596/2014/UE, 16 avr. 2014, sur les abus de marché.

3 CJUE, 19 mars 2026, aff. C-363/24, *Finansinspektionen c/ Carnegie Investment Bank AB* : BJS mai 2026, n° BJS204n0, note A. Pietrancosta ; BJB juill. 2026, n° BJB202q8, note A. Sotiropoulou ; RTDF n° 2/2026, note F. Bouaziz et G. Rivière ; JCP E 2026. 1200, note Th. Bonneau ; RDBF mai 2026, comm. 112, note P. Pailler ; *Rev. sociétés* 2026, p. 451, obs. A.-C. Muller ; RPDA avr. 2026, n° RDA10114, obs. N. Ida ; D. actu. 30 mars 2026, obs. L.-M. Savatier.

4 V. aussi, sur le critère de confidentialité de l'information privilégiée, CJUE, 16 avr. 2026, aff. C-229/24, *Brännelius* : RTDF n° 2/2026, note A. Pietrancosta ; BJB juill. 2026, n° BJB202r6, note E. Dezeuze et A. Henry ; *Rev. sociétés* 2026, p. 451, obs. A.-C. Muller ; RCFB n° 2/2026, note G. Rivière ; RPDA avr. 2026, n° RDA10113, obs. N. Ida.

4. Confirmant sa conception pour le moins « compréhensive »⁵ du critère de précision⁶, la CJUE répond positivement à la première question, en considérant qu'une communication mentionnant l'inscription d'une personne sur une liste d'initié et son interdiction de céder les titres de l'émetteur peut être qualifiée de précise, même si les raisons de cette inscription ne sont pas explicitées, dès lors que cette information permet à un investisseur raisonnable de fonder ses décisions d'investissement (pt. 57). La Cour retient par ailleurs qu'une information peut être qualifiée de privilégiée en dépit de son caractère erroné, à la double condition qu'elle ait pu être considérée comme vraisemblable au moment de sa transmission et qu'elle ait été susceptible de conférer à son détenteur un avantage économique par rapport aux autres investisseurs (pt. 74). Il résulte ainsi de l'arrêt *Carnegie* qu'une information peut être considérée comme « suffisamment précise » au sens de l'article 7 du règlement MAR, alors même que cette information est indirecte (I) et erronée (II).

I – Le caractère indirect de l'information

5. **Rappel des critères de l'information privilégiée.** La première question posée portait sur le point de savoir s'il est possible de considérer comme une information à caractère précis, au sens de l'article 7, § 1 et 2 du règlement MAR, une communication d'un émetteur indiquant qu'une personne a été inscrite sur une liste d'initiés et qu'elle n'a pas été autorisée à vendre les actions de cet émetteur, même si la raison pour laquelle cette personne y a été inscrite n'apparaît pas dans cette communication. Pour répondre à cette question, la CJUE commence par rappeler que la définition de la notion d'information privilégiée comprend quatre éléments essentiels (pt. 29) : il s'agit d'une information (i) à caractère précis, (ii) n'ayant pas été rendue publique, (iii) qui concerne directement ou indirectement un ou plusieurs instruments financiers ou leurs émetteurs, (iv) et qui serait susceptible, si elle était rendue publique, d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leurs sont liés⁷. S'agissant en particulier du « caractère précis » de l'information, qui était au cœur des débats, une information est réputée présenter un tel caractère de précision si elle remplit deux conditions (pt. 30) : d'une part, l'information fait mention d'un ensemble de circonstances qui existe ou dont on peut raisonnablement penser qu'il existera ou d'un événement qui s'est produit ou dont on peut raisonnablement penser qu'il se produira ; d'autre part, l'information doit être suffisamment précise pour qu'on puisse en tirer une conclusion quant à l'effet possible de cet ensemble de circonstances ou de cet événement sur le cours des instruments financiers concernés ou

d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés⁸. La CJUE ajoute que cette analyse doit être effectuée *in concreto* (pt. 34).

6. **L'inscription sur une liste d'initiés n'est pas, en tant que telle, une information précise.** Sur ces bases, la CJUE considère qu'une communication ayant pour objet l'inscription d'une personne sur une liste d'initiés d'un émetteur « ne saurait, en principe, en tant que telle et en l'absence de précisions supplémentaires relatives au contexte dans lequel l'inscription de cette personne sur cette liste a eu lieu avoir un effet sur le cours des instruments financiers concernés » au sens de l'article 7, § 1, du règlement MAR (pt. 36). Pour en arriver à cette conclusion, la Cour de justice s'appuie sur son arrêt AMF du 15 mars 2022, dont il résulte que ne peuvent constituer des informations suffisamment précises « des informations vagues ou générales, qui ne permettent de tirer aucune conclusion quant à leur effet possible sur le cours des instruments financiers concernés »⁹. La solution doit être approuvée au regard de la finalité des listes d'initiés, qui constituent un mécanisme de prévention et de preuve des délits et manquements d'initiés. L'inscription sur une telle liste signifie simplement que l'émetteur concerné a considéré qu'une information privilégiée existe et que la personne inscrite sur la liste a accès à cette information, qu'il s'agisse d'un initié « occasionnel » ou d'un initié « permanent » (pt. 37). Le récepteur d'une telle information, en revanche, ne sait rien du contenu de l'information privilégiée et, partant, de l'effet possible de cette information sur le cours de bourse. Il s'agit en somme d'une information « neutre » (pt. 45), car elle révèle simplement que l'émetteur a estimé qu'une information privilégiée existait et que la personne inscrite sur la liste d'initiés en avait connaissance ou, à tout le moins, y avait accès¹⁰.

7. **Une information suffisamment précise en présence d'autres éléments de contexte.** La CJUE s'empresse toutefois de préciser qu'il peut en aller différemment lorsque l'information relative à l'inscription sur une liste d'initiés est complétée par d'autres éléments de contexte, tels que la mention selon laquelle la personne inscrite sur la liste par l'émetteur n'est pas autorisée à vendre les actions émises par cette société. L'information peut alors être considérée comme « suffisamment précise », au sens de l'article 7, § 2 du règlement MAR, « en ce qu'elle révèle ou implique indirectement l'existence d'un événement sous-jacent qui pourrait avoir un effet sur le cours des instruments financiers concernés ou d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés » (pt. 38). La Cour procède à une interprétation téléologique des dispositions du règlement MAR relatives à l'utilisation illicite d'informations

5 P. Pailler, note préc., RDBF mai-juin 2026, comm. 112.

6 V. not. CJUE, 11 mars 2015, aff. C-628/13, Lafonta c/AMF : BJB mai 2015, p. 209, note A. Gaudemet ; BJS juin 2015, p. 282, note S. Torck ; JCP E 2015, act. 2019, note M.-N. Dompé et N. Mennesson ; RTDF n° 1-2/2015, p. 44, note L. del Forno et Q. de Margerie ; Banque et Dr. n° 160, mars-avr. 2015, p. 41, note F. Mékoui ; RSC 2015, p. 358, obs. F. Stasiak ; Dr. pénal mai 2015, comm. 72, obs. J.-H. Robert ; Rev. Banque juin 2015, p. 84, note P.-Y. Bérard ; RISF n° 3/2015, p. 56, note M. Michineau ; Dr. et patr. n° 257, avr. 2016, chron. p. 91, obs. A.-C. Muller.

7 Règl. n° 596/2014 préc., art. 7, § 1.

8 Règl. n° 596/2014 préc., art. 7, § 2.

9 CJUE, 15 mars 2022, aff. C-302/20, Autorité des marchés financiers, pt. 38 : D. actu. 1er avr. 2022, obs. G. de Foucher et C. Méléard ; BJB mai 2022, n° BJB200s0, note M. Galland ; Dr. sociétés mai 2022, comm. 54, obs. J. Granotier ; AJ Pénal 2022, p. 316, obs. N. Catelan ; RDBF juill. 2022, comm. 124, note P. Pailler ; Banque et Dr. juill. 2022, n° 204, p. 46, obs. P. Barban ; Rev. sociétés 2022, p. 447, obs. A.-C. Muller ; RTD com. 2022, 122, obs. N. Rontchevsky ; RSC 2022, p. 373, obs. F. Stasiak, J.-M. Brigant et A. Bellezza ; D. 2022, p. 1134, note G. Parléani ; Légipresse 2022, p. 310, note S. Tandeau ; GPL 20 sept. 2022, n° GPL440b6, obs. L. Saenko.

10 L'affirmation est encore plus vraie en présence d'initiés dits permanents, la communication de l'inscription d'un tel initié n'apportant aucune indication de l'existence d'une information privilégiée déterminée au moment de cette révélation : F. Bouaziz et G. Rivière, note préc., RTDF n° 2/2026.

privilegiées, en soulignant qu'il importe, dans le cadre d'une analyse au cas par cas, de vérifier si la communication d'une telle information permet à son destinataire d'en bénéficier directement ou indirectement pour acheter ou vendre des actions, en se plaçant dans une situation plus favorable par rapport aux autres investisseurs (pt. 39-40). C'est dire qu'une information peut être considérée comme « suffisamment précise » alors que son récepteur n'en bénéficie qu'indirectement, lorsqu'il parvient à en discerner les conséquences sur l'orientation du cours du titre, à la hausse ou à la baisse. Comme on a pu justement le souligner¹¹, la Cour de justice précise ainsi la portée de sa décision *Lafonta*¹² : si la CJUE avait alors pu retenir – de façon contestable – que la connaissance du sens de la variation du cours, à la hausse ou à la baisse, n'est pas requise pour que l'information soit considérée comme ayant un caractère précis, il résulte en revanche de l'arrêt *Carnegie* que lorsque cette variation peut être déduite de l'information, elle constitue un indicateur du caractère précis de celle-ci.

8. Les éléments d'appréciation à la disposition de la juridiction de renvoi. L'arrêt commenté souligne que dans le cadre de l'appréciation que devra mener la juridiction suédoise, il conviendra de tenir compte de deux éléments d'appréciation. D'une part, la juridiction devra tenir compte du contenu du courriel ainsi que de l'identité des personnes concernées par ce dernier et du rôle exercé par celles-ci au sein de l'émetteur concerné (pt. 42). Sur ce point, la CJUE développe une analyse détaillée qui semble laisser peu de marge d'appréciation à la juridiction de renvoi. Comme le résume l'arrêt, « *si une information concernant le simple fait qu'une personne a été inscrite sur la liste d'initiés d'une société est, en principe et en tant que telle, neutre par rapport à la question de savoir s'il serait opportun, pour un investisseur, d'acheter ou de vendre des actions de cette société, l'ajout d'une information supplémentaire concernant l'imposition à cette personne d'une interdiction de vendre des actions de ladite société implique nécessairement la connaissance, par ladite personne, d'un événement de nature négative pour les intérêts de la même société et pouvant donc inciter un tel investisseur qui en aurait connaissance à vendre de telles actions plutôt qu'à les acheter, ou, de toute manière, être susceptible d'influer les décisions de cet investisseur sur le marché concerné lorsqu'il en prend connaissance* » (pt. 45). Une telle information pourrait, par conséquent, être utilisée par un investisseur raisonnable comme fondement de ses décisions d'investissement (pt. 46). La Cour de justice confirme en outre, après son arrêt *AMF*¹³, qu'une information susceptible d'influencer de façon sensible le cours des titres concernés « *doit être considérée comme satisfaisant aussi, en règle générale, à la condition tenant au "caractère précis" de cette information (...), dès lors que, en principe, une information ne saurait exercer une telle influence si elle ne présente pas en elle-même un tel caractère* » (pt. 48).

9. L'hypothèse d'un « comportement légitime » de l'initié. D'autre part, la Cour de justice – probablement consciente de la sévérité de la solution pour la banque *Carnegie*, destinataire d'un mail lapidaire la plaçant potentiellement en situation d'initié¹⁴ – prend soin de rappeler, alors qu'elle n'y était nullement invitée par les questions préjudicielles, que l'acquisition ou la cession de titres par un initié n'emporte pas automatiquement commission du manquement d'initié (pts 50 et s.). Au cas d'espèce, la procédure de vente d'actions *Starbreeze* avait été engagée par *Carnegie* en exécution du nantissement de titres que cette dernière détenait en garantie en vertu du contrat de prêt. Ce contrat prévoyait que si la garantie du crédit n'était plus satisfaisante, *Carnegie* avait le droit de mettre en œuvre la sûreté en cédant les actions nanties. Or, il résulte de l'article 9, § 3 sous a) du règlement MAR qu'« *il ne doit pas être considéré que le simple fait qu'une personne est en possession d'une information privilégiée signifie que cette personne a utilisé cette information et a ainsi réalisé une opération d'initié sur la base d'une acquisition ou d'une cession, lorsque cette personne effectue une transaction afin d'acquérir ou de céder des instruments financiers et que cette transaction est effectuée pour assurer l'exécution d'une obligation devenue exigible, en toute bonne foi et non dans le but de contourner l'interdiction des opérations d'initiés, et que cette obligation résulte (...) d'une convention conclue avant que la personne concernée ne détienne une information privilégiée* ». Il appartiendra donc à la juridiction de renvoi de déterminer si la poursuite de la procédure de vente des actions *Starbreeze* après l'envoi du courriel peut relever de ce « comportement légitime »¹⁵, ce qui suppose d'établir l'existence d'une obligation devenue exigible qui aurait rendu objectivement nécessaire la poursuite de cette procédure de cession de titres. Il n'est pas certain que la démonstration de l'utilisation légitime d'une information privilégiée puisse être apportée, dans la mesure où la banque ne semblait pas juridiquement tenue de réaliser ces cessions de titres, le contrat lui ouvrant d'autres possibilités afin de couvrir ses pertes¹⁶. On peut néanmoins se demander si la banque pourrait plaider l'absence d'utilisation induite de l'information privilégiée, conformément à la jurisprudence *Spector*¹⁷, dans la mesure où la cession était néanmoins motivée par la situation de surendettement de l'emprunteur¹⁸.

11 A. Sotiropoulou, note préc., BJB juill. 2026, n° BJB202q8.

12 CJUE, 11 mars 2015, aff. C-628/13, *Lafonta* c/AMF, préc.

13 CJUE, 15 mars 2022, préc., pt. 55.

14 L.-M. Savatier, obs. préc., D. actu. 30 mars 2026.

15 Règl. n° 596/2014 préc., art. 9.

16 Contra : P. Pailler, note préc., RDBF mai-juin 2026, comm. 112, estimant que « l'élément déclencheur semblait ici caractérisé, alors que l'emprunteur se trouvait dans une situation de surendettement du fait de la baisse de valeur des actions de *Starbreeze* remises en garantie ».

17 CJUE, 23 déc. 2009, aff. C-45/08, *Spector Photo Group NV*, Chris Van Raemdonck c/ CBFA, pt. 52 : BJB mars 2010, p. 92, note S. Torck ; BJS avr. 2010, p. 346, note D. Schmidt ; Banque et Dr. n° 129, janv. 2010, p. 27, obs. H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars et J.-P. Bornet ; RTDF n° 2/2010, p. 126, note N. Rontchevsky ; Rev. Banque n° 723, avr. 2010, p. 78, note J.-L. Guillot et P.-Y. Bérard ; RDBF mars 2010, comm. 80, note Th. Bonneau ; JCP G 2010. 485, note B. Zabala ; Dr. sociétés mai 2010, comm. 96, note R. Mortier ; Rev. sociétés 2010, p. 325, note P.-H. Conac ; RTD com. 2010, p. 395, obs. N. Rontchevsky ; RSC 2010, p. 156, obs. F. Stasiak ; D. 2010, p. 2313, note J.-G. de Tocqueville et E. Rogey ; Dr. et patr. n° 203, mai 2011, chron. p. 86, obs. A.-C. Muller.

18 En ce sens, F. Bouaziz et G. Rivière, note préc., RTDF n° 2/2026.

II – Le caractère erroné de l'information

10. L'exactitude de l'information ne fait pas partie des critères de l'information privilégiée. La CJUE devait également déterminer s'il fallait tenir compte, dans l'examen du critère de précision, du caractère exact ou erroné de l'appréciation de l'émetteur quant à la question de savoir si l'information communiquée était une information privilégiée. Sur ce point, l'arrêt *Carnegie* rappelle que la notion d'information privilégiée doit être appréciée de manière objective. Il en résulte que l'appréciation de l'émetteur et le caractère exact ou erroné de cette appréciation sont en principe des éléments non pertinents pour déterminer si l'information en cause peut être qualifiée d'information privilégiée (pt. 59). La solution, qui ne peut qu'être approuvée¹⁹, rejoint la jurisprudence de la Cour de cassation, selon laquelle le caractère privilégié d'une information ne saurait reposer sur l'analyse de celui qui la reçoit ou l'utilise, mais doit s'apprécier de manière objective, en fonction de son seul contenu²⁰. Convient-il cependant de tenir compte du caractère erroné de l'information, qui avait été communiquée quelques minutes avant l'établissement de la liste d'initiés et donc de l'inscription du dirigeant sur celle-ci ? La réponse est en principe négative : le fait que l'information concernée soit correcte ne figure pas, en effet, parmi les éléments constitutifs de la notion d'information privilégiée (pt. 61).

11. L'exigence de « vraisemblance » de l'information « suffisamment précise ». Toutefois, ajoute la Cour, l'examen du caractère correct de l'information peut être pertinent lorsqu'il s'agit de déterminer la « précision » d'une information. En effet, si l'information n'a pas à être exacte pour être considérée comme suffisamment précise, il convient à tout le moins que l'information présente « une certaine vraisemblance » (pt. 64). Pour que cette condition soit remplie, cette « vraisemblance » devant être appréciée au regard notamment de la crédibilité de la source d'information et d'autres éléments de contexte. Conformément à l'article 7, § 2 du règlement MAR, cette « vraisemblance » doit être appréciée du point de vue d'un investisseur raisonnable (pt. 66). Or, sous cet angle, l'information erronée mais « vraisemblable » est susceptible d'être utilisée lorsqu'elle confère à son détenteur un « avantage économique » pour intervenir sur les marchés financiers, par rapport à d'autres investisseurs qui n'ont pas connaissance de cette information (pt. 70). La Cour de justice ajoute que cette appréciation doit être menée non pas *ex post* mais *ex ante*, au moment de l'utilisation de cette information : par conséquent, le fait que certains détails de l'information ne soient pas corrects est indifférent, tout comme le fait que l'information se révèle *a posteriori* erronée (pts 66 à 72). Le « caractère précis » de l'information doit donc être évalué non pas au regard de sa véracité, mais de sa capacité à influencer

le comportement des investisseurs²¹ : en d'autres termes, l'information, même erronée, peut être considérée comme ayant un « caractère précis » lorsqu'elle est néanmoins exploitable sur le marché²².

12. Application au cas d'espèce. En application des critères précédents, l'information, bien qu'erronée, semblait pouvoir être qualifiée d'information privilégiée. En effet, le caractère erroné de l'information communiquée tenait à un décalage temporaire minime, comme la Cour de justice le relève elle-même : l'erreur résidait non pas dans la circonstance que l'inscription du dirigeant sur la liste d'initiés « *n'aurait pas effectivement eu lieu, mais, exclusivement, dans le fait que [celui-ci] n'était pas encore inscrit sur cette liste au moment de l'envoi du courriel du 15 novembre 2018, cette inscription étant intervenue cinq minutes après l'envoi du courriel* » (pt. 73). L'erreur commise, mineure et purement formelle, n'était donc pas de nature à remettre en cause la capacité de l'information communiquée à être prise en compte par un investisseur raisonnable.

13. Les implications sur la lutte contre les opérations d'initiés. Une telle solution interroge en réalité les fondements de la lutte contre les opérations d'initiés, ainsi que l'a relevé notre collègue le Professeur Alain Pietrancosta. On sait en effet, depuis l'arrêt *Spector*, dont la formule a été reprise par le règlement MAR²³, que « *la caractéristique essentielle d'une opération d'initié réside (...) dans le fait de tirer indûment avantage d'une information au détriment de tiers qui n'en ont pas connaissance* »²⁴. Cependant, la distinction qui en résulte entre les cas d'usage licite et d'usage illicite de l'information privilégiée est source d'incertitude²⁵. De prime abord, il serait tentant de considérer que l'hypothèse visée au travers de la notion d'« utilisation indue »²⁶ de l'information privilégiée est celle dans laquelle l'intéressé utilise une information qui lui confère « une supériorité effective dans l'appréhension du réel »²⁷, c'est-à-dire une information lui permettant *in fine* de réaliser un gain ou d'éviter une perte de façon indue, au détriment des autres investisseurs. La jurisprudence *Carnegie* remet en cause cette conception intuitive de l'opération d'initié, dans la mesure où l'utilisation par un investisseur d'une information inexacte peut le conduire, par une mauvaise anticipation de l'évolution du marché, à réaliser une opération qui ne lui serait pas profitable économiquement. On peut cependant considérer que l'arrêt commenté revalorise l'élément intentionnel du manquement d'initié mis en lumière

19 Comme le remarquent certains auteurs (F. Bouaziz et G. Rivière, note préc., RTDF n° 2/2026), admettre la prise en compte de l'exactitude de l'appréciation de l'émetteur aboutirait à une solution intenable : il suffirait alors que l'émetteur qualifie une information de privilégiée pour qu'elle le soit, ce qui ferait dépendre le périmètre de la répression des opérations des initiés de l'émetteur de plus ou moins bonne foi...

20 Cass. crim., 26 juin 1995, n° 93-81.646, Bull. crim. n° 233 : BJB juill. 1995, p. 285, concl. J. Boré, note P. Le Cannu.

21 A. Sotiropoulou, note préc., BJB juill. 2026, n° BJB202q8 : « en définitive, l'arrêt *Carnegie* sanctuarise l'intégrité du marché en déplaçant le curseur de l'analyse : l'accent n'est pas mis sur la valeur intrinsèque de l'information, mais sur son aptitude à orienter les comportements économiques ».

22 A. Pietrancosta, note préc., BJS mai 2026, n° BJS204n0, n° 18.

23 Règl. n° 596/2014 préc., consid. 23.

24 CJUE, 23 déc. 2009, préc., pt. 52.

25 A. Pietrancosta, Droit des marchés financiers, Dalloz, 2025, n° 526.

26 CJUE, 23 déc. 2009, préc.

27 A. Pietrancosta, note préc., BJS mai 2026, n° BJS204n0, n° 18.

par l'arrêt *Spector*²⁸ : en ce sens, le droit des abus de marché prohibe l'usage d'une information, même inexacte, que l'initié perçoit comme pertinente pour anticiper l'évolution du cours de bourse et qu'il a la volonté d'exploiter comme telle, peu important que cette anticipation soit erronée et que l'initié ne tire pas, par conséquent, un avantage effectif de

28 Dont on sait qu'il a condamné la conception purement objective du manquement suivant laquelle tout initié réalisant une opération sur les titres concernés tombe sous le coup de la prohibition

cette information. Comme on a pu le résumer, « *l'infraction apparaît ainsi centrée sur l'usage d'une information perçue comme conférant un avantage, plutôt que sur la réalité objective de cet avantage* »²⁹. En somme, l'initié déçu n'en risque pas moins de subir les foudres de la prohibition des abus de marché... ■

29 A. Pietrancosta, note préc., BJS mai 2026, n° BJS204n0, n° 25.

Une information privilégiée ne peut cesser d'être non publique que par une publication conforme à l'article 17 du Règlement MAR

Auteur(s)



Gaël Rivière

Avocat au barreau de Paris, Bredin Prat

Par son arrêt Brännelius, la Cour de justice juge que, pour être regardée comme « rendue publique » au sens de l'article 7, § 1, a), du Règlement MAR, une information doit avoir fait l'objet d'une publication, à l'initiative de l'émetteur, conformément aux exigences de l'article 17 du même règlement et du Règlement d'Exécution 2016/1055. Si la solution emporte l'assentiment en son résultat, une notification adressée à un cercle restreint de destinataires et uniquement disponible au public sur demande pouvant largement échapper à un investisseur raisonnable et normalement diligent, sa généralité commande davantage de réserve. En paraissant limiter au seul circuit de publication organisé autour de l'émetteur le pouvoir de conférer à une information privilégiée un caractère public, l'arrêt substitue un critère formel à l'appréciation in concreto de l'effectivité de la diffusion, à laquelle procédaient jusqu'alors les autorités et juridictions françaises.

1. La Cour de justice de l'Union européenne (CJUE), dont la contribution à la définition de la notion d'information privilégiée est, comme on le sait, presque aussi régulière que substantielle¹, vient, à quelques semaines d'intervalle, de rendre deux arrêts d'importance en la matière². Ce hasard du calendrier est d'autant plus remarquable que ces deux arrêts, des 19 mars et 16 avril 2026, ont été rendus à peine quelques semaines avant l'entrée en application des modifications que le paquet législatif dit « Listing Act »³ apporte au règlement

Abus de marché (ci-après le « Règlement MAR »)⁴. Or, si le législateur européen a fait le choix, dans ce paquet législatif, de ne modifier la définition de l'information privilégiée qu'à la marge⁵, au regard notamment des risques qu'il pourrait y avoir à la modifier plus substantiellement⁶, ces deux arrêts démontrent tant les besoins de précision qui demeurent que la nécessité de ne les apporter que « d'une main tremblante »⁷. L'arrêt du 16 avril 2026, qui fait dépendre la cessation du caractère non public d'une information privilégiée d'une publication conforme à l'article 17 du Règlement MAR, est à cet égard particulièrement topique. En effet, en résolvant par une règle de caractère général et absolu ce qui aurait pu être tranché par une réponse d'espèce, la Cour a peut-être donné à sa solution plus d'étendue que ne l'exigeait le litige. Au surplus, une telle généralisation, si l'on en tirait toutes les conséquences, modifierait non seulement la manière dont l'exigence du caractère non public de l'information privilégiée est appréciée par les juges français, mais, au-delà, le comportement des investisseurs eux-mêmes.

2. En l'espèce, une entreprise municipale suédoise avait lancé un appel d'offres pour l'achat d'autobus électriques et de bornes de recharge. Deux sociétés avaient déposé une offre, dont Hybricon, société cotée, tandis que trois autres avaient manifesté leur intérêt sans être admises à soumissionner. Le 14 mai 2018, à 14 h 34, l'entreprise municipale informait par courriel les cinq sociétés intéressées, soumissionnaires ou non, ainsi que vingt-deux autres personnes ayant manifesté leur intérêt à suivre la procédure, de sa décision d'attribuer le marché au concurrent d'Hybricon. Bénéficiant d'un circuit de transmission d'une célérité remarquable, deux actionnaires de cette dernière, OP et TK, informés par l'intermédiaire de son directeur opérationnel de ce que Hybricon avait

1 V. not., parmi les plus marquants, CJUE, 23 déc. 2009, C-45/08, Spector Photo Group ; CJUE, 28 juin 2012, C-19/11, Geltl c/ Daimler ; CJUE, gr. ch., 11 mars 2015, C-628/13, Lafonta c/ AMF ; CJUE, gr. ch., 15 mars 2022, C-302/20, A c/ Autorité des marchés financiers.

2 CJUE, 19 mars 2026, C-363/24, Finansinspektionen c/ Carnegie Investment Bank AB (sur cet arrêt, v. A. Pietrancosta, Information privilégiée : la condition de précision peut être satisfaite indépendamment du caractère indirect et inexact de l'information, BJS, 1er mai 2026 ; L.-M. Savatier, La qualification d'information privilégiée de l'inscription d'une personne sur une liste d'initiés, Dalloz actualité, 30 mars 2026 ; N. Ida, Une information indirecte et inexacte peut-elle être qualifiée d'information privilégiée ?, RPDA, 30 avril 2026 ; D. Berlin, Une information, même erronée, peut constituer une information privilégiée, JCP G n° 14, 6 avril 2026 ; add. notre chronique, F. Bouaziz et G. Rivière, CJUE, 19 mars 2026, aff. C-363/24, Finansinspektionen c/ Carnegie Investment Bank AB, in Chronique Infractions financières (Délits financiers, sanctions administratives et disciplinaires, sanctions civiles), RTDF n° 74, 3 juillet 2026, N4612B39) ; CJUE, 16 avril 2026, C-229/24, TK et OP c/ Riksåklagaren (ci-après l'arrêt « Brännelius ») ; sur cet arrêt, v. A. Pietrancosta, « Quand une information publique demeure juridiquement confidentielle : retour sur une généralisation malheureuse – Regard critique sur l'arrêt Brännelius », Lexbase, 22 mai 2026, n° N4319B3D ; N. Ida, Qu'est-ce qu'une information publique au sens du règlement Abus de marché ?, RPDA avril 2026, n° RDA10113 ; L. Idot, « Abus de marché et informations privilégiées », Europe juin 2026, comm. 242 ; C. Granier, Publication d'une information privilégiée : mode d'emploi, Dalloz actualité, 12 mai 2026).

3 Règlement (UE) 2024/2809 du Parlement européen et du Conseil du 23 octobre 2024 modifiant les règlements (UE) 2017/1129, (UE) n° 596/2014 et (UE) n° 600/2014 afin de rendre les marchés des capitaux de l'Union plus attractifs pour les entreprises et de faciliter l'accès des petites et moyennes entreprises aux capitaux, JOUE L, 14 novembre 2024. Les modifications intéressant le règlement MAR, notamment son article 17, sont applicables à compter du 5 juin 2026.

4 Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, JOUE L 173, 12 juin 2014, p. 1.

5 Le règlement (UE) 2024/2809 du 23 octobre 2024 ne modifie en effet l'article 7 du règlement MAR que pour ajouter, au point d) de son paragraphe 1, que constituent également une information privilégiée, non seulement les informations transmises par un client ou des personnes agissant pour son compte, qui ont trait à des ordres en attente, mais également celles connues du fait de la gestion d'un compte propre ou d'un fonds (art. 2, § 3, du règlement (UE) 2024/2809, et considérant 63).

6 V. ESMA, MAR Review Report, 23 septembre 2020, ESMA70-156-2391, écartant l'opportunité d'une refonte de la définition de l'information privilégiée ; add. A. Pietrancosta, Proposed changes to MAR in the EU Listing Act, RTDF 2023/3.

7 « Il est quelquefois nécessaire de changer certaines lois. Mais le cas est rare, et, lorsqu'il arrive, il n'y faut toucher que d'une main tremblante » (Montesquieu, Lettres persanes, lettre CXXIX).

perdu l'appel d'offres, ont, dès 14 h 37, procédé à des ventes importantes d'actions. Ils purent ainsi limiter leurs pertes, puisque ce n'est qu'à 15 h 22, heure à laquelle Hybricon fit publier un communiqué annonçant la perte de l'appel d'offres, que la chute de son cours est intervenue.

3. Poursuivis en Suède pour s'être livrés à des opérations d'initiés, les cédants ont été condamnés par un tribunal de première instance, qui a notamment retenu, à l'instar des juges d'appel, que l'information relative à la perte par Hybricon de l'appel d'offres constituait, jusqu'à la publication de son communiqué, une « information privilégiée ». Contestant ces condamnations, les mis en cause ont introduit un recours devant la Cour suprême suédoise, en arguant de ce que la décision de l'entreprise municipale relative à l'attribution du marché avait été rendue publique dès son envoi aux destinataires concernés, puisque, au regard du droit national, cette information était accessible au public à la demande de toute personne intéressée. Saisie de ce moyen, la juridiction suprême suédoise a sursis à statuer et posé aux juges de Luxembourg deux questions préjudicielles.

4. Elle demandait à la Cour, d'abord, de déterminer s'il était nécessaire, pour qu'une information soit considérée comme rendue publique au sens de l'article 7, paragraphe 1, sous a), du Règlement MAR, qu'elle ait fait l'objet d'une publication effectuée selon les modalités prévues à l'article 17 de ce même règlement. Quant à la seconde question, subsidiaire à la première, il était demandé à la Cour de préciser, dans le cas où il serait admis qu'une publication puisse avoir lieu d'une autre manière, quelles circonstances devaient être prises en compte pour apprécier le caractère public d'une information.

5. Dans un énoncé aux allures de considérant de principe, la Cour de justice répond par l'affirmative à la première question, en jugeant que l'article 7, paragraphe 1, sous a), du Règlement MAR doit être interprété en ce sens que, « pour qu'une information soit considérée comme ayant été rendue publique et cesse ainsi de constituer une "information privilégiée", au sens de cette disposition, il est nécessaire qu'elle fasse l'objet d'une publication selon les modalités et dans le respect des exigences prévues à l'article 17 de ce règlement et à l'article 2, paragraphe 1, du règlement d'exécution 2016/1055 »⁸ (ci-après le « Règlement d'Exécution »). En répondant par l'affirmative à la première question, la Cour rend la seconde sans objet.

6. La condition relative au caractère non public d'une information privilégiée se trouve ainsi rattachée à l'obligation pour tout émetteur de publier les informations privilégiées qui le concernent (I). Outre qu'un tel rattachement exclut sans surprise qu'une information simplement accessible, à leur demande, à un cercle restreint de personnes puisse être considérée comme ayant été rendue publique, c'est plus largement la portée de la règle générale et absolue que semble consacrer

cet arrêt qu'il convient de questionner, au regard des effets qu'engendrerait une telle interprétation (II).

I - Le rattachement de l'exigence du caractère non public de l'information privilégiée à l'obligation de publication de l'émetteur

7. L'apport principal de l'arrêt du 16 avril 2026 réside dans la définition claire que la Cour de justice donne du caractère non public que doit revêtir toute information privilégiée. Pour ce faire, elle lie l'exigence du caractère non public de l'article 7 du Règlement MAR au régime de l'obligation de publication des informations privilégiées prévu à l'article 17 du même règlement (a), ce qui, bien que non dépourvu de fondement, apparaît tout à fait discutable (b).

A. L'information rendue publique : une information diffusée à l'initiative de l'émetteur dans les formes requises par la réglementation

8. Les deux questions posées par la juridiction suédoise, qui invitaient en substance les juges européens à se prononcer sur la définition du caractère non public de l'information privilégiée, les conduisent tout d'abord à constater l'absence de précision du Règlement MAR sur ce critère, avant de combler ce silence en recourant à l'article 17 de ce même règlement.

9. S'agissant en premier lieu du constat de l'absence de définition du caractère non public de l'information privilégiée, il vaut tout d'abord pour l'article 7 du Règlement MAR lui-même, qui, alors qu'il prend le soin de définir, en ses paragraphes 2 et 4, l'exigence de précision et celle d'influence sensible, se borne à énoncer l'exigence du caractère non public sans l'explicitier. Le reste du règlement est pareillement muet, sans pour autant renvoyer au droit national. La Cour de justice en déduit qu'il s'agit d'une notion autonome du droit de l'Union, qualification qu'elle applique ici pour la première fois à l'un des éléments constitutifs de la définition de l'information privilégiée, sans que la mécanique ne soit toutefois inédite⁹. Mentionnons, même si l'arrêt n'y fait pas référence, que le droit européen n'était pas complètement muet sur ce sujet, puisque l'Autorité européenne des marchés financiers a pu énoncer, dans ses questions et réponses relatives au Règlement MAR, que l'article 7, paragraphe 1, sous a), définit l'information privilégiée comme une information qui n'a pas été rendue publique, indépendamment de l'auteur de la publication ou du moyen utilisé pour y procéder¹⁰. Le silence de la réglementation étant constaté et la qualification de notion autonome du droit de l'Union retenue, restait alors à la Cour

⁸ Règlement d'exécution (UE) 2016/1055 de la Commission du 29 juin 2016 définissant des normes techniques d'exécution en ce qui concerne les modalités techniques de publication et de report des informations privilégiées conformément au règlement (UE) n° 596/2014, JOUE L 173, 30 juin 2016, p. 47.

⁹ Point n° 39 de l'arrêt. Il s'agit là de la première application expresse de cette qualification à l'un des éléments constitutifs de la définition de l'information privilégiée : v. É. Dezeuze et A. Henry, Seul l'émetteur rend l'information privilégiée publique : la CJUE précise les conditions de publicité au sens du règlement Abus de marché, BJB juill.-août 2026, n° BJB202r6, spéc. n° 6.

¹⁰ ESMA, Questions and Answers on the Market Abuse Regulation, ESMA70-145-111, version 17, 15 novembre 2022, A5.10 : « Article 7(1)(a) of MAR defines inside information as an information "that has not been made public" regardless of whom has published the information or by which means ».

à définir elle-même ce critère, en indiquant, parmi toutes les diffusions ou divulgations au public d'une information privilégiée, lesquelles peuvent lui faire perdre ce caractère.

10. Afin de donner à l'exigence du caractère non public de l'article 7 une interprétation autonome et uniforme dans toute l'Union, en indiquant dans quels cas il convient de considérer qu'une information privilégiée a été rendue publique, la Cour de justice décide de rattacher l'article 7, relatif à la définition de l'information privilégiée, au régime de l'article 17 du Règlement MAR, relatif à l'obligation faite aux émetteurs de publier ces informations. Il en découle deux conséquences, sur les auteurs d'une publication susceptible de faire perdre à une information privilégiée son caractère non public, d'une part, et sur les qualités qu'une telle publication doit revêtir, d'autre part.

11. *Ratione personae*, tout d'abord, le lien établi avec l'article 17 du Règlement MAR implique que, pour les besoins de l'article 7, une information conserve son caractère non public tant qu'elle n'a pas été diffusée par l'émetteur ou à son initiative. Quand bien même un tiers serait mieux informé que l'émetteur, disposerait d'une capacité de communication plus large que la sienne ou serait à l'origine de l'information en cause, comme cela était du reste le cas en l'espèce, la diffusion à laquelle il procéderait de sa propre initiative demeurerait sans effet sur le caractère non public de l'information litigieuse. Ajoutons que, conformément à l'article 2 du Règlement d'Exécution, une information peut être valablement publiée au sens de l'article 17 du Règlement MAR, et ainsi perdre son caractère non public au sens de l'article 7 du même règlement, lorsqu'elle a été diffusée par « l'intermédiaire d'un tiers ». Précisant cette disposition, la Cour de justice énonce qu'il doit s'agir de tiers qui ont été chargés par l'émetteur d'effectuer la publication, avant d'identifier deux catégories de tiers admis à y procéder, à savoir les tiers qualifiés en raison de leur relation avec l'émetteur et les médias auxquels le public accorde une confiance raisonnable¹¹.

12. *Ratione materiae* ensuite, l'application du régime de l'article 17 du Règlement MAR a pour conséquence qu'une information privilégiée ne peut être considérée comme ayant été rendue publique que si sa publication a été effectuée conformément aux modalités prescrites par l'article 17 du Règlement MAR et par l'article 2 du Règlement d'Exécution qui le complète. Rappelons que cette dernière disposition prévoit notamment que l'information doit être diffusée de manière gratuite et simultanée dans l'ensemble de l'Union, à un public aussi large que possible et sans aucune discrimination.

13. Une fois ce rattachement établi, le moyen soulevé par les mis en cause avait assez peu de chances de prospérer, dès lors que la diffusion dont ils se prévalaient était examinée à l'aune du régime de l'obligation de publication de l'information privilégiée de l'article 17 du Règlement MAR. En effet, l'information relative à l'attribution du marché n'avait, tout d'abord, manifestement pas été diffusée par Hybricon, même

si la Cour renvoie, de manière quelque peu théorique, à la juridiction suédoise le soin de vérifier que la publication n'avait pas non plus été effectuée par un tiers qui en aurait été chargé par l'émetteur. Ensuite, l'information en cause, qui n'était qu'accessible au public, lequel pouvait, en vertu du droit suédois, la consulter sur demande, n'aurait pu prétendre avoir été diffusée de manière simultanée à un public aussi large que possible conformément à l'article 2 du Règlement d'Exécution. La Cour de justice parvient à la même conclusion et distingue l'information accessible sur demande, d'un côté, de celle diffusée simultanément à un cercle illimité et indéterminé de personnes, de l'autre, seule la seconde satisfaisant aux exigences des textes susmentionnés¹². Sur ce point, qui n'est pas le moindre apport de l'arrêt, la solution mérite l'approbation¹³. Mais si le résultat emporte assez aisément l'assentiment, le principe dont il procède, et plus encore la voie suivie pour l'établir, commandent davantage de réserve.

B. Le rattachement contestable du caractère non public de l'information privilégiée à l'article 17 du Règlement MAR

14. Ainsi que nous l'avons exposé, l'exigence relative au caractère non public de l'information privilégiée, devenue notion autonome du droit de l'Union par le silence des textes, est définie par la Cour en la rattachant au régime de l'obligation de publication des informations privilégiées prévu à l'article 17 du Règlement MAR. Or un tel rattachement interroge à plusieurs égards, étant rappelé que, pour donner une interprétation uniforme aux termes d'une disposition du droit de l'Union qui ne comporte aucun renvoi exprès au droit des États membres, il doit être tenu compte des termes de la disposition en cause, de son contexte et de l'objectif poursuivi¹⁴.

15. On notera en premier lieu que le rattachement établi par la Cour conduit à aligner deux dispositions dont les champs d'application ne se recouvrent pas. L'article 7 vise en effet les informations qui concernent directement ou indirectement un émetteur, quand l'article 17 ne met à sa charge que la publication de celles qui le concernent directement¹⁵, si bien qu'il existe des informations privilégiées auxquelles ne correspond aucune obligation de publication. Si la publication organisée par l'article 17 pouvait seule conférer à une information un caractère public, il resterait alors à déterminer par quelle voie celles qui ne concernent l'émetteur qu'indirectement pourraient perdre leur caractère non public. Le procédé est d'ailleurs circulaire, l'article 17, qui présuppose acquise la qualification d'information privilégiée, se trouvant mobilisé pour définir l'un des éléments constitutifs de cette même qualification.

¹¹ Points nos 61 et 62 de l'arrêt.

¹² Points nos 65 à 67 de l'arrêt.

¹³ V. en ce sens, N. Ida, Qu'est-ce qu'une information publique au sens du règlement Abus de marché ?, préc. ; É. Dezeuze et A. Henry, préc., relevant que la Cour trace pour la première fois avec netteté la frontière entre l'information simplement accessible au public et l'information véritablement rendue publique.

¹⁴ Point n° 40 de l'arrêt.

¹⁵ Règlement MAR, art. 7, § 1, sous a), et art. 17, § 1.

16. Outre ces premières objections, le rattachement paraît, en deuxième lieu, tout aussi discutable au regard de la fonction propre de chacun des deux dispositifs. L'article 17 vise à obtenir des émetteurs une publication rapide et qualitative des informations privilégiées qui les concernent directement, quand la prohibition des opérations d'initiés tend à réprimer l'avantage indu que procure l'utilisation d'une information que le marché ignore¹⁶. La publication organisée par le premier fait certes disparaître l'avantage que le second entend prévenir, mais il ne s'ensuit pas qu'elle constitue l'unique voie pour y parvenir. Le manquement de l'émetteur à son obligation de publication et l'existence, pour l'investisseur, d'un avantage informationnel sont deux questions distinctes, que le rattachement opéré par la Cour tend précisément à confondre. Sans doute l'article 17 comme les articles définissant et réprimant les opérations d'initiés se réfèrent-ils tous deux à l'article 7, qui comporte une définition commune de l'information privilégiée. Mais faire de l'article 17 le siège du régime de l'un des critères de cette définition, alors même qu'il s'agissait en l'espèce d'appliquer ce texte dans le cadre de manquements qui se distinguent de ceux de l'article 17 par les personnes concernées, les comportements réprimés et, dans une certaine mesure, les objectifs visés, c'est probablement lier trop étroitement des dispositions différentes. On relèvera en outre que l'arrêt prend le contre-pied d'une tendance observée lors de la révision issue du Listing Act, laquelle a précisément cherché, s'agissant des informations relatives aux étapes intermédiaires d'un processus en plusieurs étapes, à redéfinir le champ de l'obligation de publication de l'émetteur plutôt que celui de l'information privilégiée¹⁷.

17. Les développements que la Cour consacre à l'article 17 peuvent plus généralement laisser le lecteur quelque peu perplexe, tant il est malaisé de comprendre en quoi le contenu de ces dispositions imposerait le caractère général du rattachement opéré. Certes, l'émetteur est tenu de publier dès que possible une information privilégiée, ce qui en fera le plus souvent le premier à en informer le marché ; certes, cette obligation, comme celle relative au différé, confirme tant l'importance d'une diffusion rapide que le rôle clé de l'émetteur ; certes encore, les formes prescrites par l'article 17 et par le Règlement d'Exécution assurent une diffusion large et non discriminatoire. Mais rien dans ces considérations ne nous paraît expliquer que seule une information publiée par l'émetteur dans les conditions de l'article 17 puisse être regardée comme rendue publique au sens de l'article 7. L'article 17 organise l'accomplissement de l'obligation de publication mise à la charge de l'émetteur ; il ne s'ensuit pas qu'il épuise les modes par lesquels une information cesse, au sens de l'article 7, de présenter un caractère non public. Tout au plus ces textes justifieraient-ils de considérer que la publication de l'article 17 constitue une condition non pas nécessaire, mais suffisante, de la publicité. Allant plus loin, les formes et modalités prescrites par l'article 17, comme l'obligation de

célérité qu'il comporte, pourraient expliquer que l'on pose la publication par l'émetteur comme étant, en principe, le mode par lequel une information privilégiée est portée à la connaissance du marché, sans exclure pour autant qu'une diffusion émanant d'un tiers, dès lors qu'elle présente les mêmes qualités d'ampleur, de simultanéité et d'absence de discrimination, produise les mêmes effets. La publication de l'émetteur vaudrait alors présomption de publicité, et non monopole.

18. La Cour justifie, en troisième lieu, le rattachement opéré par la position de l'émetteur, en relevant qu'elle implique nécessairement qu'il ait une connaissance directe des avantages et des risques liés à l'instrument financier concerné, en sorte qu'il serait le mieux placé pour apprécier si une information présente les caractéristiques d'une information privilégiée et pour en assurer la diffusion dans les meilleurs délais. Elle en déduit que l'appréciation de l'émetteur présente, « en principe », un degré de fiabilité et de crédibilité supérieur à celle pouvant être effectuée par un tiers détenant une telle information¹⁸. L'affirmation appelle néanmoins deux réserves. D'abord, l'émetteur n'est pas nécessairement le mieux informé, puisqu'il n'est tenu de rendre publiques les informations qui le concernent que lorsqu'il en a lui-même connaissance, ce qui peut survenir en même temps que le marché. L'espèce en offre du reste une illustration remarquable, l'information litigieuse étant née non chez l'émetteur, mais chez le pouvoir adjudicateur, qui la détenait avant lui et la lui a communiquée. Ensuite, la Cour utilise, pour justifier l'édiction d'une règle générale et absolue, une considération qu'elle énonce elle-même comme valable « en principe ». Or, les cas résiduels qui motivent la précaution du « en principe » au stade du constat sont ceux-là mêmes qui sont susceptibles de rendre la règle inadéquate en certaines circonstances, puisque celle-ci aura été conçue, par définition, pour les cas les plus fréquents, et non pour les situations qui s'en écartent. Du constat que l'émetteur est, le plus souvent, le mieux placé pour publier, il ne suit pas qu'il soit toujours le seul à pouvoir conférer à une information un caractère public.

19. Concédon, pour finir, que la solution ainsi consacrée présente, par son caractère mécanique, un mérite d'uniformité et de prévisibilité, la date de la publication de l'émetteur offrant un repère aisément vérifiable, dans toute l'Union, pour fixer la fin du caractère privilégié. Ce gain de sécurité se paie toutefois de la perte, pour les personnes poursuivies, d'un moyen de défense tiré de la publicité de fait de l'information.

II - Une solution à la portée incertaine et aux conséquences regrettables

20. Ainsi rattachée à l'obligation de publication pesant sur l'émetteur, la définition du caractère non public de l'information privilégiée se trouve dotée d'un critère d'une grande simplicité. Or, à retenir la portée la plus générale de son dispositif (a), cette décision pourrait être porteuse de difficultés qu'une approche moins formelle et absolue, tout aussi protec-

16 Conclusions de l'Avocate générale J. Kokott, présentées le 10 juillet 2025, C-229/24, points 45 et 50 et s.

17 Règlement (UE) 2024/2809, préc., modifiant l'article 17 du règlement MAR s'agissant des informations relatives aux étapes intermédiaires d'un processus en plusieurs étapes ; v. supra, notes 3 et 6.

18 Points nos 52 et 53 de l'arrêt.

trice de l'équité du marché, aurait permis d'éviter (b).

A. Une solution à la portée incertaine

21. Des quatre conditions auxquelles une information doit satisfaire pour être qualifiée de privilégiée, celle tenant à son caractère non public n'est assurément pas la plus discutée. Il n'est cependant pas rare que la personne mise en cause au titre d'une opération d'initiés, ou l'émetteur poursuivi pour ne pas avoir rendu publique une information privilégiée, tente de faire valoir que l'information en cause, dans la mesure où elle avait déjà été rendue publique, n'était pas privilégiée. Il a ainsi pu être soutenu que l'information avait été communiquée dans la presse, qu'elle était disponible sur des forums ou des fils d'actualité spécialisés, ou encore qu'elle pouvait être déduite de documents accessibles auprès du registre du commerce et des sociétés¹⁹. À ces argumentations, dont l'examen supposait jusqu'alors une appréciation in concreto de la diffusion effectivement intervenue, l'arrêt commenté oppose désormais une réponse plus mécanique, puisque, à tout le moins si l'on retient la lecture la plus générale de son dispositif, seule une publication s'inscrivant dans le circuit de l'article 17 paraît pouvoir faire perdre à une information son caractère non public. Reste, malgré cet énoncé d'apparence limpide, que la portée exacte de la solution demeure incertaine.

22. Deux lectures de l'arrêt sont en effet concevables. Selon une lecture minimaliste, la Cour se serait bornée à juger que la configuration de l'espèce, soit une notification à un cercle restreint de destinataires doublée d'une accessibilité administrative sur demande, ne suffisait pas à rendre l'information publique, sans exclure que d'autres voies que la publication de l'article 17 puissent y parvenir. À l'inverse, selon une lecture maximaliste, seule une publication conforme à l'article 17 et à l'article 2, paragraphe 1, du Règlement d'Exécution pourrait faire perdre à une information son caractère non public. Plusieurs indices nous semblent plaider en faveur de la seconde, qu'il s'agisse de la généralité des termes du dispositif, qui énonce qu'il est « nécessaire » que l'information fasse l'objet d'une publication conforme aux exigences de l'article 17, sans que soit ménagée la possibilité d'exceptions, ou du refus de la Cour de répondre à la seconde question préjudicielle, qui l'aurait conduite à déterminer les circonstances dans lesquelles une publication étrangère à l'article 17 pourrait valoir publicité²⁰. D'autres éléments pourraient toutefois être invoqués au soutien d'une lecture plus minimaliste de l'arrêt. L'on pense tout d'abord à l'admission par la Cour, sur la base de l'article 2 du Règlement d'Exécution, de la possibilité d'une divulgation par des tiers qualifiés ou par des médias auxquels le public accorde une confiance raisonnable, ou encore à la réserve du « en principe » dont la Cour assortit la primauté de l'appréciation de l'émetteur²¹, qui laisserait penser que des exceptions sont possibles.

23. L'interprétation restrictive que l'on pourrait être tenté de faire de l'arrêt paraît toutefois difficilement tenable. D'abord, l'essentiel de la motivation est rédigé en des termes aussi généraux que le dispositif de la décision. Ensuite, les textes visés par la Cour désignent l'émetteur comme le sujet de l'obligation de publication et ne conçoivent l'intervention des tiers que dans le prolongement de sa propre initiative, qu'il s'agisse des intermédiaires qu'il charge de la diffusion ou des médias auxquels l'information est communiquée, directement ou par leur entremise. Enfin, la Cour réserve expressément à la juridiction de renvoi le soin de vérifier si l'un des destinataires avait été chargé par l'émetteur de divulguer l'information²², ce qui confirme que le rattachement à l'émetteur demeure le pivot de l'analyse.

24. La lecture maximaliste paraissant devoir prévaloir²³, il faut mesurer ce que la solution emporte de rupture.

25. Elle s'écarte, en premier lieu, de la position de l'ESMA que nous avons précédemment exposée. Que cette position, publiée sur le site de l'autorité et dont les acteurs de marché avaient pu légitimement tenir compte, se trouve écartée sans même être discutée invite à s'interroger sur la portée qu'il convient de reconnaître à ces instruments de droit souple, dont on rappellera qu'ils visent pourtant à promouvoir une convergence dans la supervision et dans les pratiques.

26. Il faut en second lieu constater que la solution modifie l'état du droit français. En effet, si notre jurisprudence, tant pénale qu'administrative, n'a que rarement reconnu qu'une information non publiée par l'émetteur était devenue publique au sens des dispositions définissant l'information privilégiée, quelques décisions l'ont néanmoins admis. La commission des sanctions a par exemple pu parvenir à une telle solution, à propos de dépêches diffusées sur un fil d'actualité spécialisé, fût-il payant et réservé aux abonnés²⁴, ou encore dans une affaire où de nombreux articles de presse avaient fait état, antérieurement à l'opération litigieuse, de l'imminence d'une offre publique²⁵. Elle l'a admis plus nettement encore en jugeant, au stade même de la qualification de l'information privilégiée, qu'une information demeurée non publique pendant près d'un mois avait été rendue publique par un article de presse, de sorte que la période d'abstention des initiés prenait fin à cette date, et non à celle du communiqué de l'émetteur²⁶. Les juridictions sont toutefois demeurées

22 V. not. les points nos 38, 61, 62, 65 et 68 de l'arrêt.

23 V. en ce sens, A. Pietrancosta, « Quand une information publique demeure juridiquement confidentielle... », préc. ; comp., pour une lecture plus mesurée de la portée de l'arrêt, N. Ida, préc., et L. Idot, préc.

24 AMF, comm. sanct., 23 novembre 2006, SAN-2007-02, Deutsche Bank AG et a. ; Bull. Joly Bourse 2007, p. 213, note Ch. Arsouze ; Dr. sociétés, mai 2007, comm. 100, note Th. Bonneau. La Commission y retient que « l'information est devenue publique le 12 décembre 2002 avant 17h14mn, du fait de la communication sur le système Bloomberg d'informations précises concernant l'émission ».

25 AMF, comm. sanct., 10 avril 2008, SAN-2008-15, Allied Domecq / Pernod Ricard ; RTD com. 2008, p. 822, obs. N. Rontchevsky ; RTDF n° 3/2008, p. 114, obs. É. Dezeuze.

26 AMF, comm. sanct., 25 avril 2019, SAN-2019-05, Iliad. Statuant, dans une section consacrée au « caractère non public de l'information privilégiée », sur la qualification au sens de l'article 621-1 du règlement général de l'AMF, alors applicable, la Commission retient que l'information relative au projet d'acquisition de T-Mobile US était, au 2 juillet 2014, non publique et l'est demeurée jusqu'à sa révélation par « un article du Wall Street Journal publié le 31 juillet 2014 » (§§ 72 à 74), le communiqué de l'émetteur n'étant intervenu qu'après la parution de l'article (§ 94).

19 Pour un panorama de ces hypothèses, v. D. Martin, E. Dezeuze, F. Bouaziz, R. Salomon et M. Françon, Les abus de marché, LexisNexis, 2e éd., 2021, n° 85 et s., et les décisions citées.

20 Points nos 68 à 70 de l'arrêt et dispositif.

21 Points nos 53 et 62 de l'arrêt.

exigeantes. La cour d'appel de Paris a pu juger qu'une réunion privée d'information organisée par une société cotée, fût-elle ouverte à une centaine de participants, ne faisait pas perdre à l'information son caractère non public²⁷. La Commission des sanctions a encore eu l'occasion d'enoncer que l'information demeurait non publique tant qu'elle n'avait pas connu une diffusion la rendant directement accessible aux investisseurs sans distinction, faisant de l'accessibilité effective, et non de la seule publication par l'émetteur, le critère déterminant de la publicité²⁸. Plusieurs arrêts de la cour d'appel de Paris²⁹ et de la Cour de cassation³⁰ offrent des illustrations procédant de la même logique.

27. Ce faisant, jusqu'à l'arrêt commenté, les autorités et juridictions françaises, bien que très exigeantes, tenaient pour possible qu'une diffusion extérieure au circuit de publication organisé par l'article 17 ou, sous l'empire des textes antérieurs, par les dispositions équivalentes, fasse perdre à une information son caractère non public. La rupture avec le droit français tient ainsi moins aux solutions jusqu'alors retenues qu'à la méthode suivie pour y parvenir. Là où les autorités et juridictions compétentes recherchaient, au terme d'une appréciation in concreto, si la diffusion invoquée avait effectivement porté l'information à la connaissance du marché, l'arrêt commenté paraît substituer à cet examen un critère formel tiré du seul respect du circuit de publication de l'article 17.

B. Un critère formel aux conséquences regrettables

28. Si la portée de la solution demeure incertaine, ses conséquences potentielles, à s'en tenir à la lecture la plus générale de l'arrêt, inquiètent davantage, alors même qu'une voie, plus pragmatique, aurait permis de parvenir, en l'espèce, à la même solution.

29. Que l'on imagine, à partir des faits de l'espèce, que l'appel d'offres ait opposé deux sociétés cotées. La décision d'attribution constituerait alors une seule et même information, susceptible d'exercer une influence favorable sur le cours de l'émetteur retenu et défavorable sur celui de l'émetteur évincé. À suivre jusqu'à son terme la logique de l'arrêt, si le premier la publiait dans les formes de l'article 17 tandis que le second s'en abstenait, cette information serait tenue pour publique dans l'appréciation d'une opération portant sur les titres du premier, mais pour non publique dans celle d'une opération portant sur ceux du second. Les investisseurs intervenant sur les titres du premier pourraient donc l'utiliser, tandis que ceux qui le feraient sur ceux du second s'exposeraient, pour

avoir utilisé cette même information, à la répression des opérations d'initiés. Ce ne seraient pourtant ni son contenu, ni sa source, ni l'étendue de sa diffusion, ni la connaissance qu'en aurait le marché qui différencieraient, mais le seul accomplissement, par l'un des émetteurs, de la formalité prescrite. Que l'on songe encore, pour s'en convaincre davantage, à l'hypothèse d'une offre publique hostile qu'un tiers lancerait à l'insu de l'émetteur cible et qu'il annoncerait lui-même publiquement. Le marché pourrait alors être informé en même temps que l'émetteur et, bien que ce dernier soit tenu de publier cette information dès que possible, un décalage pourrait s'installer entre le moment où l'information est effectivement portée à la connaissance des investisseurs et celui de sa publication par l'émetteur. L'investisseur détenant une information déjà largement diffusée devrait alors, à suivre l'arrêt, attendre le communiqué de l'émetteur, au risque de subir une perte tandis que le reste du marché l'exploite déjà, sauf à espérer que le marché tout entier n'attende la publication de l'émetteur.

30. Toutes ces difficultés n'étaient pourtant pas inéluctables. À la conception formelle finalement consacrée, l'Avocate générale opposait par exemple une démarche en deux temps. Elle recherchait d'abord le degré de publicité ou d'accessibilité requis, qu'elle appréciait du point de vue d'un investisseur raisonnable et normalement diligent. Elle examinait ensuite les circonstances permettant d'établir, dans un cas donné, que ce degré avait été atteint. Appliquée aux faits de l'espèce, cette démarche la conduisait à distinguer la notification adressée aux participants et aux personnes ayant manifesté leur intérêt, qui aurait été en principe insuffisante, de la publication ultérieure de l'avis d'attribution, qu'elle jugeait suffisante pour informer tout investisseur raisonnable et normalement diligent³¹.

31. Plus globalement, l'équité du marché n'aurait pas été moins bien assurée si la Cour avait jugé qu'une information était rendue publique non pas en fonction de la forme de sa publication et de la personne qui en est à l'origine, critères formels, mais au regard de l'effectivité de sa diffusion, c'est-à-dire de sa qualité, de son ampleur et de sa capacité à faire en sorte que le marché ait effectivement reçu l'information litigieuse. Une telle appréciation pourrait être ordonnée autour de critères objectifs, tenant à l'identification et à la fiabilité de la source, au caractère complet et précis du contenu diffusé, à l'absence de sélection des destinataires, à l'ampleur du canal emprunté et à l'écoulement d'un délai raisonnable permettant la réception de l'information par le marché. Un tel critère serait mieux ajusté à l'asymétrie informationnelle réelle sur laquelle la prohibition des opérations d'initiés repose, depuis l'arrêt Spector et aux termes mêmes du considérant 23 du Règlement MAR³². La Cour rappelle elle-même, au point 51 de l'arrêt, que la confiance des investisseurs repose sur l'assurance d'être placés sur un pied d'égalité et protégés contre l'utilisation illicite d'informations privilégiées. Une information largement et effectivement portée à la connaissance du

27 CA Paris, 9^e ch., sect. A, 8 novembre 1993, Thirion et Cotte, Bull. Joly Bourse 1994, p. 129. V. également, à propos du lancement d'une offre publique d'échange dont la probabilité ressortait d'articles émanant d'analystes, T. corr. Paris, 16 novembre 2004, Bull. Joly Bourse 2005, p. 27.

28 AMF, comm. sanct., 14 juin 2012, SAN-2012-07, Exane / Boussard & Gavaudan, Bull. Joly Bourse oct. 2012, n° 186, p. 434, note H. Bouthinon-Dumas.

29 V. not. CA Paris, pôle 5, ch. 7, 2 mars 2023, n° 21/00887, spéc. §§ 93 à 109, examinant successivement des articles de presse, une dépêche d'agence et des messages diffusés sur un forum boursier ; BJB juill. 2023, n° BJB201h8, note D. Schmidt ; RTDF 2023, n° 2, p. 113, note F. Bouaziz ; adde CA Paris, 25 septembre 2025, n° 21/11889, où la cour, tout en relevant l'irrecevabilité du moyen tiré du caractère public de l'information, vérifie « en tout état de cause » que ce caractère non public était établi (§ 303 ; sur l'irrecevabilité du moyen, § 246).

30 Cass. com., 10 juillet 2018, n° 15-15.557, examinant le moyen tiré de la notoriété publique du projet de cession en cause et de la circulation de rumeurs.

31 Conclusions préc., points 65 à 80.

32 Règlement MAR, considérant 23 ; CJUE, 23 déc. 2009, C-45/08, Spector Photo Group, préc.

marché, fût-ce par un autre canal que celui de l'article 17, peut, lorsqu'elle présente des garanties comparables de fiabilité, d'intégralité et de non-discrimination, rétablir l'égalité entre investisseurs sans qu'une publication de l'émetteur soit encore nécessaire. Ajoutons que, là où l'arrêt Carnegie plaçait l'aptitude de l'information à conférer à son détenteur un avantage par rapport au reste du marché au cœur de l'analyse des exigences de précision et d'influence sensible³³, la Cour de justice s'en éloigne pour ce qui est de l'exigence du caractère non public.

32. Une autre question que l'arrêt ne tranche pas demeure également tout entière : celle de son application à des faits antérieurs. En retenant, en matière répressive, une conception extensive du caractère non public, la Cour donne de l'article 7 une interprétation moins favorable aux personnes poursuivies que celle jusque-là énoncée par l'ESMA et admise dans une partie de la pratique décisionnelle et juridictionnelle française. On peut dès lors se demander si l'application de cette interprétation à des faits antérieurs serait compatible avec le principe de légalité des délits et des peines, qui suppose que l'étendue de la responsabilité répressive ait été raisonnablement prévisible au moment des faits³⁴. Distincte de cette question d'application dans le temps, que ses conclusions n'abordaient pas, l'Avocate générale tirait d'ailleurs du principe de légalité une conséquence qui lui paraissait justifier d'écarter la solution finalement retenue par la Cour. Elle faisait en effet valoir que la notion d'information rendue publique, en ce qu'elle conditionne une responsabilité le cas échéant pénale, devait recevoir une interprétation stricte et conforme aux exigences de sécurité juridique découlant du principe de légalité des délits et des peines³⁵. Or, faire dépendre le caractère public de l'information des exigences de l'article 17, qui visent un public aussi large que possible, revient à retenir la conception la plus extensive du caractère non public de l'information.

33. Deux tempéraments pourraient toutefois limiter, en pratique, la rigueur de la solution. D'abord, une information ma-

tériellement diffusée, mais non encore publiée par l'émetteur, aura souvent déjà été absorbée par le cours, en sorte que la quatrième condition de l'article 7, tenant à l'influence sensible, pourrait faire défaut. L'information aurait ainsi cessé d'être privilégiée, non parce qu'elle aurait acquis un caractère public au sens de l'arrêt, mais parce qu'une autre condition cumulative de l'article 7 ne serait plus satisfaite. Ce premier tempérament aboutirait, une fois de plus, à faire reposer l'essentiel de la qualification sur la seule condition de l'influence sensible, dont la jurisprudence la plus récente a renforcé encore le caractère central dans la définition de l'information privilégiée³⁶. Un second tempérament pourrait, d'autre part, résider dans l'élément moral de l'infraction, l'initié non primaire n'étant punissable qu'autant qu'il sait ou devrait savoir qu'il s'agit d'une information privilégiée³⁷, ce qui devrait permettre à celui qui constate la présence de l'information dans la presse de soutenir qu'il la tenait légitimement pour publique.

34. Peut-être faut-il, enfin, relativiser l'importance des conséquences que la solution de l'arrêt du 16 avril 2026 est susceptible d'emporter en pratique. Compte tenu du petit nombre d'hypothèses dans lesquelles il avait été admis qu'une information avait été rendue publique en dehors de toute communication de l'émetteur³⁸, et dès lors que, sur des faits voisins de ceux de l'espèce, la pratique décisionnelle française aboutissait déjà au même résultat, l'arrêt ne prive pas ceux qui pourraient demain être mis en cause au titre d'opérations d'initiés d'un moyen de défense à la portée décisive. Il reste qu'un moyen d'un maniement délicat demeurerait un moyen recevable ; l'arrêt paraît désormais le rendre, par principe, inopérant.

35. On ne peut, en définitive, qu'espérer que la jurisprudence ultérieure saura circonscrire la portée d'une généralisation à laquelle une réponse d'espèce aurait pu suffire, en réservant un sort distinct à l'information simplement accessible, à la diffusion effective émanant d'un tiers et à la publication formelle de l'émetteur. ■

33 CJUE, 19 mars 2026, C-363/24, *Finansinspektionen c/ Carnegie Investment Bank AB*, préc.

34 V. l'article 49, paragraphe 1, de la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne.

35 Conclusions préc., points 54 à 60 ; v. l'article 49, paragraphe 1, de la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne.

36 CJUE, 19 mars 2026, C-363/24, *Finansinspektionen c/ Carnegie Investment Bank AB*, préc.

37 Règlement MAR, art. 8, § 4, second alinéa.

38 L'examen des recours formés contre les décisions de la commission des sanctions confirme que le moyen tiré du caractère public de l'information est régulièrement soulevé, mais rarement accueilli : v. les décisions citées supra.

Délit de manipulation de marché par diffusion de fausse information sur le risque de crédit : confirmation tardive mais singulièrement actuelle

Auteur(s)



Maxime Galland

Avocat à la Cour chez KPMG, docteur en droit

P rès de vingt ans après la crise des *subprimes*, l'information financière reste au cœur de la formation des prix, de la confiance des investisseurs et de la responsabilité des émetteurs. L'arrêt de la chambre criminelle de la Cour de cassation du 4 février 2026¹, rendu à propos de la communication d'une banque française sur son exposition au risque de crédit hypothécaire nord-américain à l'occasion d'un communiqué de presse du 25 novembre 2007 offre, malgré la confirmation tardive et le quantum mesuré², une analyse éclairante et singulièrement actuelle du délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses, prévu à l'article L. 4652 du code monétaire et financier, dans sa rédaction applicable aux faits³.

L'intérêt de l'arrêt ne tient pas seulement à la confirmation⁴ de la sanction judiciaire d'une communication financière inexacte. Il réside surtout dans l'identification d'un risque pénal autonome, né de l'écart entre ce que l'émetteur sait en interne et ce qu'il donne à voir au marché. Lorsqu'un communiqué sélectionne, agrège ou qualifie des données sensibles, l'exactitude formelle des chiffres ne suffit plus : encore faut-il que leur périmètre, leurs limites et leurs présupposés soient intelligibles pour les investisseurs. La Cour rappelle ainsi une exigence de loyauté méthodologique particulièrement actuelle à l'heure des tensions boursières sur les valeurs technologiques et des interrogations croissantes sur les expositions liées à l'intelligence artificielle.

La motivation de l'arrêt conduit à examiner, d'abord, les critères permettant de retenir le caractère faux ou trompeur d'une communication financière au regard des informations internes détenues par l'émetteur (I), puis le risque de qualification pénale attaché à une gouvernance insuffisante de la communication financière (II).

I. – Les critères du caractère faux ou trompeur de la communication financière de l'émetteur bancaire

A – Une information manifestement trompeuse au regard de la situation financière de l'émetteur

Une présentation ambiguë : entre exposition et risque. La condamnation de la société trouve d'abord sa source dans l'analyse critique du communiqué de presse du 25 novembre 2007, décrit comme sciemment rédigé pour communiquer sur le seul risque et non sur l'étendue de l'exposition nominale. La Cour de cassation souligne que ce support est « *profondément ambigu*⁵ » en ce qu'il mélange des notions pourtant distinctes : l'exposition au crédit *subprime* et le risque lié à cette exposition.

D'une part, l'exposition traduit la totalité des encours de la banque sur un type d'actifs donné. Il s'agit d'une donnée objective, mathématiquement déterminable, insusceptible de varier selon une appréciation. De l'autre, le risque renvoie à la probabilité de défaillance des prêts sous-jacents et suppose l'adoption d'hypothèses et de modèles d'évaluation. Les hauts magistrats en concluent que la communication sur le risque n'a donc ni le même objet, ni la même portée informative qu'une communication sur l'exposition.

Écartant un moyen de la défense, l'arrêt admet que l'émetteur demeure libre de choisir la focale de sa communication, selon qu'elle porte sur l'exposition ou sur le risque, mais à la condition que les destinataires soient clairement informés de la nature de l'information qui leur est livrée. Or, en l'espèce, les juges relèvent que la société n'a pas explicité le fait, pourtant majeur, que le communiqué ne présentait que les expositions que la banque jugeait « *à risque* » et non l'ensemble de ses encours *subprime*, de sorte que les chiffres communiqués ont nécessairement été compris par le public comme reflétant la totalité de l'exposition. Ce déplacement non explicité du périmètre de l'information constitue le premier ressort de la tromperie retenue. La complexité inhérente à l'identification des risques sous-jacents, accrue par le recours massif

1 Cass. crim., 4 févr. 2026, n° 24 84.091, publié au Bulletin. v. Renaud Salomon, obs., Dr. sociétés, 2026, comm. 38 ; Pauline Pailler, obs., RDBF, 2026, comm. 67.

2 Raphael Galvao, « *Épilogue de l'affaire Natixis : les dits et les non-dits de la répression pénale boursière* », BJB, 2026, n° BJB2026p6, note 25.

3 Art. L. 465-2 C. mon. fin. (rédaction en vigueur du 27 juillet 2005 au 24 octobre 2010).

4 T. corr. Paris, 24 juin 2021, n° 10151096014. La culpabilité a été confirmée en appel, mais la peine réduite de 7,5 millions d'euros à deux millions d'euros : CA Paris, 2-14, 7 mai 2024, n° 23/01536, v. Johan Prorok, obs. Rev. sociétés, 2025, p. 503.

5 Cass. crim., 4 févr. 2026, n° 2484.091, point n°9.

aux dérivés de crédit⁶, ne saurait neutraliser cette exigence de clarté. Par leurs caractéristiques mêmes, ces instruments étaient alors susceptibles de donner l'illusion d'une dilution du risque alors qu'en réalité, celui-ci n'avait été que fragmenté et dispersé⁷.

Des omissions significatives appréciées à l'aune de la situation financière de l'émetteur. L'ambiguïté conceptuelle se double, ensuite, d'omissions substantielles sanctionnées pénalement. La Cour reprend l'analyse des juges du fond selon laquelle le communiqué n'intégrait ni la totalité des montages exposés au subprime (Ischus, Stack, Point Pleasant, NBS2, partie d'Odeon 1), ni l'ensemble de la quote-part subprime des CDO d'ABS, alors même, est-il relevé, que la banque était en mesure de la chiffrer.

S'agissant notamment des opérations NBS2 et Point Pleasant, qui présentaient des risques hétérogènes, la Cour admet que le choix de ne communiquer que sur les expositions jugées les plus risquées aurait pu se concevoir, à la condition toutefois que ce choix soit explicitement indiqué au public. À défaut, les chiffres avancés ne pouvaient être interprétés que comme représentant l'ensemble de l'exposition *subprime*, ce qui était objectivement trompeur dès lors que des encours significatifs (155 M€ pour ces deux montages, 668 M€ pour la quote-part *subprime* totale) étaient occultés.

Ce faisant, l'arrêt qualifie d'information trompeuse non seulement l'assertion positive imprécise, mais aussi la combinaison d'une sélection de données et du silence sur le périmètre réel de l'information. La tromperie résulte ici de la présentation partielle, non contextualisée, d'éléments exacts par eux-mêmes, mais incomplets au regard de ce que l'émetteur connaît effectivement.

Une analyse des faits in tempore criminis. La Cour insiste sur la nécessité d'apprécier le caractère faux ou trompeur de l'information à la date de sa diffusion, au regard des connaissances effectives de la société émettrice⁸. Elle relève que les chiffres présentés dans le communiqué sont « *inexacts non dans l'absolu, mais par rapport à la connaissance qu'en avait la société* » à la date du 25 novembre 2007.

Il en résulte, d'une part, qu'on ne saurait neutraliser la fausseté d'une information au motif qu'elle serait contrebalancée ultérieurement par d'autres communiqués de presse plus complets. En effet, les éléments constitutifs de l'infraction doivent être analysés au jour où l'information litigieuse est portée au public ; l'ajout ou la correction d'informations, même pertinente et de bonne qualité, postérieurement à cette date, n'efface ni n'édulcore le caractère initialement trompeur.

D'autre part, l'arrêt retient une conception exigeante de la sincérité⁹ de la communication au public. L'émetteur qui décide de s'exprimer sur ses perspectives de résultat doit, pour être regardé comme sincère, prendre en compte la totalité des données pertinentes dont il dispose en interne et ne pas taire les éléments susceptibles de modifier substantiellement la perception du risque par le marché. En l'espèce, la connaissance de pertes prévisibles très significatives sur certains portefeuilles et la position de la banque comme acteur majeur de la titrisation *subprime* aux États-Unis rendaient particulièrement problématique l'emploi de la formule de « *risque limité*¹⁰ ».

Dans une telle configuration, l'élément intentionnel se déduit plus aisément. En effet, le décalage entre l'information interne et le message livré au marché, ajouté à des omissions ciblées et à un vocabulaire délibérément rassurant, suffisent à faire ressortir une rhétorique qui trahit la volonté de présenter une image inexacte de la situation, sans qu'il soit besoin de démontrer une intention spécifique d'influencer le cours.

B. Une information objectivement apte à influencer sur la formation du cours de bourse

Nul besoin de démontrer un effet déterminant sur les cours. Saisi sur le fondement de l'article L. 465-2 du code monétaire et financier, le juge de cassation affirme que la cour d'appel n'avait pas à rechercher si l'information dont elle a constaté la fausseté avait eu un effet déterminant sur l'évolution des cours¹¹. La solution s'explique par la lettre même du texte pénal, qui incrimine la diffusion d'informations fausses ou trompeuses « *de nature à agir sur les cours* ». La répression n'est donc pas subordonnée à la preuve d'une altération effective, ni *a fortiori* déterminante, du cours de bourse.

Sans l'énoncer explicitement, la Cour valide l'interprétation des juges du fond. Il suffit que l'information démontrée comme fausse soit par hypothèse de nature à influencer sur les décisions d'investissement ou sur la formation des cours¹². L'analyse porte alors sur l'aptitude de l'information à orienter le comportement des opérateurs, au regard de son contenu, de son contexte et de la sensibilité du marché au risque en cause.

En l'espèce, la Cour relève que le communiqué du 25 novembre 2007 tendait, par sa présentation comme par les montants retenus, à accréditer l'idée d'un risque *subprime* « *limité* », et que cette finalité a été atteinte¹³. Les investisseurs, et en particulier les actionnaires à l'origine du déclenchement

6 Il s'agit d'un produit financier dérivé dont l'actif sous-jacent est un crédit, notamment les « CDO » (*collateralised debt obligation*).

7 Les actifs risqués ont été dissimulés au sein de montages complexes et combinés à des actifs plus sûrs, ce qui a dilué leur dangerosité et a masqué leur véritable portée. Les agences de notation ont ensuite sous-estimé le risque et maintenu de bonnes notes à ces produits facilitant ainsi leur commercialisation et leur diffusion.

8 Cass. crim., 4 févr. 2026, n° 2484.091, point n°16.

9 Ibid. point n°15.

10 Ibid. point n°17. L'estimation de perte de 450 millions d'euros est soulignée par la Cour comme contredisant le terme « *limité* » puisque ce risque équivalait à un quart de la prévision de résultat (cf. point n°19).

11 Cass. crim., 4 févr. 2026, n° 2484.091, point n°33.

12 Ibid. point n°34.

13 Ibid. point n°28.

de l'action publique¹⁴, ont été faussement rassurés, aucun analyste n'ayant décelé, à sa lecture, l'existence d'un risque majeur justifiant une révision profonde des recommandations. L'évolution du cours a, dans un marché déjà baissier, reflété un simple attentisme, relevé par les travaux de l'Autorité des marchés financiers¹⁵. Si la preuve d'un impact quantifié et effectif sur les cours n'est pas exigée, la Cour n'en demeure pas moins attentive aux conséquences concrètes de l'information trompeuse sur la dynamique de marché. Elle met en regard le communiqué du 25 novembre et celui du 14 février 2008, par lequel la banque annonce des dépréciations de 817 M€ liées aux actifs *subprime* et revoit sa prévision de résultat. Cette seconde communication provoque une chute du cours beaucoup plus marquée et révèle aux investisseurs l'ampleur réelle des risques *subprime* supportés par la banque. La Cour souligne que la dégradation des résultats constatée à cette date s'inscrit dans une dégradation continue et prévisible du marché du *subprime*. Elle en conclut que la fausseté du communiqué de novembre a eu pour effet de retarder la prise de conscience par le marché de cette évolution¹⁶.

C'est précisément ce retard d'ajustement des prix qui manifeste, aux yeux du juge pénal, l'aptitude de l'information trompeuse à agir sur les cours : si la banque n'avait pas « *drastiquement minoré*¹⁷ » ses encours et présenté sa situation avec autant de prudence apparente, le marché aurait nécessairement réagi différemment dès la fin du mois de novembre 2007. En sanctionnant l'intention fautive de retarder l'ajustement des prix et de faussement rassurer le marché, la décision met en évidence le préjudice informationnel infligé au marché, sans qu'il soit nécessaire de démontrer in concreto une variation de prix.

II. – Le risque de qualification pénale de la communication financière insincère

A. Un constat : une qualification pénale effective bien qu'appelée à demeurer exceptionnelle

En droit boursier. La pénalisation de la communication financière des personnes morales peut apparaître comme un phénomène isolé, réservé aux cas à dimension systémique¹⁸. Si le cas d'espèce relève assurément de cette catégorie, il ne pouvait cependant échapper à la voie pénale, la plainte à visée indemnitaire déposée par un collectif d'actionnaires ayant conduit au déclenchement de l'action publique¹⁹ à l'en-

contre de la seule personne morale. Aucun dirigeant n'a été poursuivi. Si l'autorité judiciaire paraît encline à se saisir plus fréquemment à l'avenir²⁰ de cas d'initié en bande organisée, le domaine de l'information financière trompeuse des émetteurs demeure encore principalement traité par l'AMF, qui les poursuit désormais sous la qualification d'abus de marché (art. 12 MAR)²¹. Lorsque le juge pénal intervient sur le terrain de la manipulation de marché par diffusion de fausse information, les conditions de mise en cause n'apparaissent pas sensiblement plus exigeantes qu'en matière administrative. La démonstration de l'intentionnalité du délit est relativement facilitée en ce qu'elle se déduit de la connaissance réelle de la situation qu'avait l'émetteur au jour de la publication. Le seuil probatoire peut même apparaître modéré, l'absence d'exigence de démonstration d'un impact réel sur les cours conférant, selon certains observateurs, un caractère formel à l'infraction²².

Si le litige se situait sous l'empire de l'ancienne rédaction de l'article L. 4652, l'approche retenue par la Cour s'inscrit dans la continuité de l'actuel cadre européen de prévention des abus de marché mais également de la rédaction contemporaine du texte pénal sanctionnant le délit de diffusion de fausse information²³. La notion d'information fausse ou trompeuse de nature à agir sur les cours converge avec les exigences de communication exacte, claire et non trompeuse pesant sur les émetteurs en application du règlement Abus de marché (MAR). La transparence du marché implique une cohérence stricte entre l'information interne connue de l'émetteur et l'information externe diffusée aux investisseurs.

L'analyse aurait-elle été différente sous l'empire du règlement MAR, dont l'article 12 vise notamment la diffusion d'informations qui « *donnent ou sont susceptibles de donner*²⁴ » des indications fausses ou trompeuses ? Rien ne l'indique. Ce texte dispense pareillement d'établir un effet déterminant sur les cours. La solution paraît donc transposable, voire renforcée, dès lors que l'incidence potentielle peut être recherchée non seulement sur le cours, mais aussi sur l'offre, la demande ou le prix de l'instrument financier concerné.

Les autres qualifications pénales concurrentes. La diffusion

14 Sur les aspects liés à l'indemnisation, nous renvoyons aux développements éclairants du HCJP : HCJP, « Rapport sur l'indemnisation des investisseurs pour fausse information sur les marchés financiers », annexe I, 2025, nos 54 et s., v. Johan Prorok, note, Bull. Joly Bourse, 2026, n° BJB202p2.

15 Ibid. point n°14. Sur la lettre de suite adressée par le collège de l'AMF : v. Johan Prorok, « Abus de marché : un sursaut du pénal ? », BJB, 2025, n° BJB202b1, note 28.

16 Ibid. point n°29.

17 Ibid. point n°30.

18 Cass. crim. 28 sept. 2016, n° 14-88.533. : Frédéric Stasiak, Jean-Marie Brigant, obs., RSC, 2017, p. 533 ; Jérôme Lasserre Capdeville, note, BJB, 2016, p. 466.

19 Sur les aspects liés à l'indemnisation, nous renvoyons aux développements éclairants du HCJP : HCJP, « Rapport sur l'indemnisation des investisseurs pour fausse information sur les marchés financiers », annexe I, 2025, nos 54 et s., v. Johan Prorok, note, Bull. Joly Bourse, 2026, n° BJB202p2.

20 Johan Prorok, « Abus de marché : un sursaut du pénal ? », BJB, 2025, n° BJB202b1 ; Antoine Gaudemet, « Le retour du pénal boursier », BJB, 2026, n° BJB202p9.

21 AMF, sanct., 2 nov. 2017, SAN 2017-09. commenté par Maxime Sallé, « La fin de la répression de l'information imprécise ? », BJB, 2018, n° BJB117g5 ; La commission des sanctions a ainsi pu estimer que les dispositions de l'article 12.1, c), MAR « se sont (...) substituées à l'article 223-1 du règlement général de l'AMF dès leur entrée en vigueur en tant que fondement d'un manquement à la qualité de l'information communiquée par les émetteurs passibles de sanction » ; v. François Barrière, « La communication financière trompeuse », BJB, 2024, n° BJB202a4 ; v. Nicolas Rontchevsky, « Manquement à l'information du public en raison d'informations ambiguës ou incomplètes : de l'article 223-1 du Règlement général de l'AMF à l'article 12 du Règlement Abus de marché (MAR) », RTD com., 2017, p. 951 ; Maxime Galland, « L'information financière permanente défaillante d'un émetteur doit-elle être exclusivement sanctionnée comme un abus de marché ? », BJB, 2025, n° BJB202e5.

22 Jérôme Lasserre Capdeville, « Caractère formel du délit de diffusion de fausses informations », Banque et Droit, 2026, n° 226.

23 La rédaction contemporaine du délit de diffusion de fausse information issu de la loi n° 2016-819 du 21 mars 2016 réformant le système de répression des abus de marché, en vigueur depuis le 30 décembre 2024 n'exige pas davantage en disposant : Art. L. 465-3-2, I C. mon. fin. : « Est puni [...] le fait, par toute personne, de diffuser, par tout moyen, des informations qui donnent des indications fausses ou trompeuses sur la situation ou les perspectives d'un émetteur ou sur l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier [...] ou qui fixent ou sont susceptibles de fixer le cours d'un instrument financier [...] à un niveau anormal ou artificiel ».

24 Art. 12, 1, a, Règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avr. 2014, relatif aux abus de marché.

d'une fausse information financière n'épuise pas, en théorie, le champ des qualifications pénales envisageables. Selon le support de communication au marché utilisé, la qualité de l'auteur et la finalité poursuivie, elle peut entrer en résonance avec le délit de présentation de comptes sociaux infidèles ou, plus marginalement, avec le faux. Rappelons²⁵ que ces qualifications n'ont pas vocation à se cumuler²⁶ et répondent à des logiques distinctes. Le délit boursier protège l'intégrité du marché, le délit comptable la sincérité de l'information due aux actionnaires²⁷, tandis que le faux²⁸ sanctionne l'altération frauduleuse d'un écrit ayant une portée probatoire.

L'équilibre ainsi dessiné suppose une articulation raisonnée entre, d'une part, l'exercice ordinaire des pouvoirs d'enquête et de sanction de l'AMF et, d'autre part, une répression pénale appelée à demeurer exceptionnelle, notamment lorsqu'elle procède, comme en l'espèce, d'une plainte avec constitution de partie civile. Pour les établissements systémiques, toute imprécision²⁹ ou sélection discutable ne saurait devenir, par principe, matière pénale. La qualification pénale devrait rester cantonnée³⁰ aux manquements les plus graves, caractérisés par l'ampleur du décalage informationnel, le caractère structurant de l'information occultée et, le cas échéant, leur portée systémique. L'exposition croissante du crédit privé³¹ au secteur de l'intelligence artificielle pourrait, à cet égard, constituer un terrain d'épreuve significatif.

B. Une recommandation : prévenir l'abus de marché par une gouvernance renforcée de la communication financière

25 Renaud Salomon, « Précisions sur l'action publique en matière de délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses », BJB, 2022, n° BJB200r7 : au sujet de l'arrêt Cass. crim., 13 avr. 2022, n° 20-83524.

26 Porté par l'exigence d'efficacité, le cumul d'infractions pénales concomitantes a vu son interdiction sensiblement restreinte depuis un arrêt remarqué de la chambre criminelle qui admet le jeu du cumul dans les cas alternatifs où, pour des faits identiques, l'une des qualifications correspond à un élément constitutif de l'autre ou une qualification spéciale peut être appliquée au détriment d'une qualification générale. Cass. crim., 15 déc. 2021, n° 21-81864 : Didier Rebut, note, JCP G., 2022, 132 ; Charles-Henri Boeringer et Guillaume Courvoisier-Clément, note, AJ pénal, 2022, p. 34.

27 Art. L. 242-6, 2° C. com. Le délit comptable de présentation ou de publication de comptes sociaux, et non de comptes consolidés, infidèles punit, pour les seuls mandataires sociaux, le fait de présenter aux actionnaires des comptes annuels donnant une image infidèle du résultat en vue de dissimuler la véritable situation de la société.

28 Art. 441-1 C. pén.

29 Soulignons qu'en matière administrative, la seule imprécision n'est pas constitutive en soi d'un abus de marché aux termes de l'article 12 MAR. v. AMF, sanct., 2 nov. 2017, SAN-2017-09, p. 5 : « Contrairement à l'article 223-1 du règlement général de l'AMF, les articles 12 et 15 du règlement MAR ne répriment pas la diffusion d'une information seulement imprécise ». v. Raphaël Galvao, « Épilogue de l'affaire Natixis : les dits et les non-dits de la répression pénale boursière », BJB, 2026, n° BJB202p6, note 13.

30 Y compris sous une forme médiane de la CJIP selon la remarque formulée par Raphaël Galvao, « Épilogue de l'affaire Natixis : les dits et les non-dits de la répression pénale boursière », BJB, 2026, n° BJB202p6, notes 27 à 29.

31 Banque de France, 24 juin 2026, discours de Mme la sous-gouverneuse Agnès Bénassy-Quéré lors de la présentation de rapport annuel sur la stabilité financière. La Banque de France évoque des signaux comparables à la crise des *subprimes* en 2008. Est notamment souligné le rôle joué par les mécanismes de titrisation associés aux produits structurés qui transfèrent le risque de défaut d'un prêteur à d'autres et le rendent difficilement mesurable dans les bilans des établissements financiers au fil des opérations de cession ou restructuration.

Par sa publication au Bulletin, l'arrêt rappelle aux émetteurs cotés la nécessité d'une gouvernance renforcée des communications sensibles. Trois exigences s'en dégagent : la précision des concepts employés, l'identification du périmètre retenu et la cohérence du message externe avec les analyses internes disponibles, notamment lorsque sont en cause des expositions, pertes prévisibles ou hypothèses de valorisation significatives. Toute sélection, hiérarchisation ou agrégation de données sensibles doit être accompagnée d'une explicitation loyale de son périmètre, faute de quoi le silence sur le champ retenu devient lui-même un facteur de risque.

Les sociétés cotées sont ainsi invitées à instituer des procédures internes de préparation et de validation associant les directions financière, risques, juridique et conformité. Dans cette perspective, la traçabilité des arbitrages rédactionnels et des choix de périmètre acquiert une fonction probatoire déterminante, notamment en cas d'enquête administrative ou judiciaire.

En pratique, les émetteurs cotés devraient soumettre tout communiqué sensible à un triple test préalable. Le premier est un test de périmètre : les chiffres publiés correspondent-ils à l'ensemble de l'exposition concernée ou à une sélection dont le champ est clairement explicité ? Le deuxième est un test d'hypothèses : les modèles, agrégations ou appréciations internes qui sous-tendent le message externe sont-ils documentés et compréhensibles ? Le troisième est un test de cohérence : le message diffusé au marché est-il aligné avec les analyses internes disponibles à la date de publication ?

Ce triple test — périmètre, hypothèses, cohérence — constitue la principale leçon opérationnelle de l'arrêt. Il rappelle que la sécurité juridique d'une communication financière ne dépend pas seulement de l'exactitude isolée des données publiées, mais de la loyauté d'ensemble de la représentation donnée au marché. Dans les secteurs exposés à des risques complexes, volatils ou faiblement lisibles, cette exigence devient un véritable standard de gouvernance.

L'arrêt du 4 février 2026 ne sanctionne donc pas une simple maladresse de communication, mais une pratique informationnelle ponctuellement trompeuse, dans laquelle le choix du périmètre, le vocabulaire rassurant et le silence gardé sur les données internes disponibles ont concouru à produire une représentation artificiellement minorée du risque. Sa portée excède ainsi le seul contentieux du *subprime*. À l'heure où les marchés valorisent des expositions toujours plus complexes, notamment dans les secteurs technologiques et liés à l'intelligence artificielle, la sincérité de la communication financière tient moins à l'abondance des données publiées qu'à la lisibilité, à la cohérence et à la loyauté de la méthode retenue pour les présenter. ■

Rubrique

CONTENTIEUX des

OBLIGATIONS PROFESSIONNELLES

L'immixtion des sociétés de gestion dans la gouvernance des sociétés cibles de capital-investissement : entre création de valeur et risque de direction de fait

Auteur(s)



Michel Storck

Professeur émérite de l'Université de Strasbourg

Le capital-investissement repose sur un équilibre entre apport de capitaux et autonomie entrepreneuriale : à la différence d'un simple investisseur financier, le fonds de capital-investissement représenté par la société de gestion n'a pas vocation à demeurer passif. Son objectif consiste non seulement à financer la croissance de la société cible mais également à accompagner sa stratégie afin de favoriser la création de valeur et de préparer une sortie dans les meilleures conditions possibles. Cette spécificité explique que les sociétés de gestion de portefeuille exercent, directement ou indirectement, une influence significative sur la gouvernance des sociétés dans lesquelles les fonds qu'elles gèrent investissent. Cette influence se traduit par une présence dans les organes sociaux, la négociation de droits politiques renforcés, l'obtention d'informations privilégiées ou encore la participation aux décisions structurantes de la société cible.

Les opérations de capital-développement, de *LBO (Leveraged Buy-Out)* ou de capital-retournement reposent sur une logique de partenariat au sein de laquelle les compétences sectorielles, financières ou stratégiques de l'investisseur constituent un élément essentiel de la création de valeur. Les études consacrées au capital-investissement soulignent ainsi que le choix d'un investisseur ne dépend pas seulement de sa capacité financière mais également de son aptitude à accompagner l'entreprise dans son développement et à participer à la définition de sa stratégie¹. Cette implication croissante des investisseurs institutionnels soulève néanmoins une question fondamentale : jusqu'où une société de gestion peut-elle intervenir dans la gouvernance d'une société cible sans franchir la frontière qui sépare l'actionnaire influent du dirigeant de

fait ?²

Les sociétés de gestion disposent désormais d'équipes d'*operating partners*, d'experts sectoriels et de spécialistes de la transformation opérationnelle dont la mission consiste précisément à accompagner les sociétés du portefeuille³. Les pratiques contemporaines du capital-investissement conduisent ainsi les investisseurs à intervenir bien au-delà de leur rôle traditionnel d'apporteurs de capitaux. Si l'associé peut exercer une influence, même déterminante, sur les orientations générales de la société, la gestion quotidienne et la représentation de celle-ci relèvent en principe des organes sociaux régulièrement investis de ces fonctions. La confusion entre ces deux sphères expose l'investisseur à des risques juridiques substantiels, au premier rang desquels figure la qualification de dirigeant de fait.

Il convient, à cet égard, de distinguer le fonds d'investissement et la société de gestion. Lorsque l'investissement est réalisé par un fonds commun de placement dépourvu de personnalité morale, la société de gestion exerce les droits attachés aux titres composant l'actif du fonds, mais elle n'en devient pas pour autant propriétaire. La Cour de cassation a récemment rappelé, à propos de l'article L. 233-3, I, 3°, du Code de commerce, que l'exercice par une société de gestion des droits de vote attachés aux actions détenues par un fonds commun de placement ne suffit pas à faire de cette société de gestion

1 S. Schiller, J. Prieur, V. de Hemmer Gudme, C. Jorez, P.-L. Périn, N. Menard-Durand et F. Vassaux, « Les préalables à l'entrée de l'investisseur » ; « L'entrée de l'investisseur », Actes pratiques et stratégie patrimoniale, 2022.

2 J.-M. Pérez et F. Mazon, « Dangers de la qualification de dirigeant de fait pour les acteurs du *Private Equity* », JCP E 2012, 1653

3 France Invest / Alvarez & Marsal, Etude exclusive sur la création de valeur des operating partners auprès des sociétés soutenues par des fonds de capital-investissement en France, 2023

une entreprise contrôlant les participations du fonds⁴. Cette solution, rendue en matière sociale, consacre une distinction essentielle entre le pouvoir fonctionnel de gestion collective et le contrôle sociétaire patrimonial. Elle n'exclut cependant pas qu'une société de gestion puisse, dans une autre perspective, être qualifiée de dirigeant de fait si elle accomplit concrètement, au-delà de ses prérogatives normales de représentation du fonds, des actes positifs et autonomes de gestion et de direction. La jurisprudence récente confirme toutefois que cette qualification demeure strictement encadrée : ni la qualité d'actionnaire majoritaire, ni le pouvoir de désigner les membres d'un organe de gouvernance, ni l'influence prépondérante exercée sur la vie sociale ne suffisent, à eux seuls, à caractériser une direction de fait qui doit être établie par un dépassement des prérogatives statutaires ou contractuelles et par une véritable substitution aux dirigeants de droit⁵.

Cette distinction doit également être articulée avec les règles déontologiques propres aux sociétés de gestion intervenant dans le capital-investissement. Le règlement de déontologie AFG-AFIC, approuvé par le collège de l'AMF et étendu à l'ensemble des prestataires de services d'investissement, rappelle que la société de gestion doit agir avec loyauté, compétence, soin et diligence, privilégier l'intérêt des clients, traiter ceux-ci équitablement, prévenir les conflits d'intérêts et exercer son activité de gestion de manière autonome, indépendante et transparente, dans le respect du principe de séparation des métiers et des fonctions⁶. Ces exigences ne visent pas directement la qualification de dirigeant de fait, mais elles constituent un cadre de comportement professionnel permettant de mieux distinguer l'accompagnement légitime de l'immixtion fautive.

La jurisprudence se montre particulièrement attentive aux situations dans lesquelles un investisseur, un créancier ou une société mère exerce, directement ou indirectement, une activité positive de gestion et de direction en toute indépendance. Dans une telle hypothèse, les juges n'hésitent pas à écarter les apparences juridiques afin d'appréhender la réalité du pouvoir exercé⁷. L'enjeu dépasse la question de la direction de fait. L'immixtion de la société de gestion dans la gouvernance de la société cible peut également soulever des interrogations relatives à la responsabilité de l'actionnaire dominant, à la gouvernance des groupes de sociétés, à la prévention des conflits d'intérêts ou encore à la répartition des pouvoirs entre investisseurs et dirigeants. L'analyse de ces questions révèle que le droit contemporain du capital-investissement cherche moins à prohiber l'influence des investisseurs qu'à préserver l'autonomie des organes sociaux et la cohérence du principe de séparation entre propriété du capital et exercice du pouvoir de gestion.

Dès lors, l'étude de l'immixtion des sociétés de gestion dans la gouvernance des sociétés cibles conduit à envisager successivement la légitimité de l'influence exercée par les investisseurs professionnels, inhérente à la logique même du capital-investissement et structurée par les instruments contractuels et sociétaires de gouvernance (I), puis les limites juridiques de cette influence lorsque l'investisseur actif se rapproche de la figure du dirigeant de fait (II). Cette analyse doit ensuite être prolongée par l'examen des situations de crise, qui constituent le principal terrain de développement du risque d'immixtion, notamment dans les opérations de retournement et les procédures collectives (III). Il conviendra alors de mesurer les conséquences attachées à la qualification de dirigeant de fait, tant sur le plan civil que dans le cadre des procédures collectives, des sanctions professionnelles ou de la responsabilité pénale (IV), avant d'identifier les précautions permettant de prévenir ce risque par une gouvernance juridiquement maîtrisée, respectueuse de l'autonomie des dirigeants de droit et de la fonction propre de l'investisseur en capital-investissement (V).

I - L'influence légitime des sociétés de gestion dans la gouvernance des sociétés cibles

A. Une implication inhérente à la logique du capital-investissement

Contrairement à l'actionnaire traditionnel, l'investisseur en capital-investissement poursuit une stratégie active et temporaire de création de valeur orientée vers l'accroissement de la valorisation de la participation détenue en vue de sa cession ultérieure.

Cette finalité justifie l'intensité du suivi exercé par les sociétés de gestion sur les participations en portefeuille. Le capital-investisseur est appelé à devenir un véritable partenaire du dirigeant, participant à la réflexion stratégique et à la définition des orientations majeures de l'entreprise⁸. Le guide des bonnes pratiques de France Invest (anciennement AFIC) rappelle à cet égard que le capital-risque ne se limite pas à un apport de fonds propres : il repose également sur un apport d'expérience, de conseil, de réseau relationnel et d'appui dans les développements stratégiques⁹. L'intervention de l'investisseur n'est pas regardée comme anormale en elle-même : elle est inhérente au modèle du capital-risque et du capital-investissement, à condition d'être structurée comme une contribution à la réflexion stratégique et non comme une prise en charge de la gestion sociale.

L'investisseur en capital est donc attendu comme un interlocuteur actif, capable d'accompagner le dirigeant dans la structuration de l'entreprise, l'élaboration du reporting, le recrutement de compétences clés ou la préparation de la croissance. Les operating partners sont perçus par les diri-

4 Cass. soc., 18 mars 2026, n° 22-12.201, Banque & Droit, mai 2026, p. 43, note M. Storck, « Fonds communs de placement et contrôle de fait : la Cour de cassation consacre une conception patrimoniale du contrôle sociétaire ». V. aussi Cass. soc., 20 mars 2019, n° 17-19.595, Banque & Droit mai-juin 2019, note I. Riassetto.

5 CA Paris, Pôle 5, chambre 8, 9 juin 2026 – n° 23/16498

6 AFIC-AFG, Règlement de déontologie des Sociétés de Gestion de Portefeuille intervenant dans le capital investissement, Avr. 2013

7 J. Heinich et L. Watrin, « Le dirigeant de fait », *JurisClasseur Sociétés Traité*, fasc. 45-20, 2024 ;

8 S. Schiller et al., « L'entrée de l'investisseur », préc.

9 AFIC, Capital-risque : guide des bonnes pratiques, 2010, p. 24 et s.

geants comme apportant une contribution concrète à la sur-performance opérationnelle et financière des entreprises en portefeuille¹⁰. La difficulté juridique tient précisément à cette ambivalence : plus l'intervention opérationnelle est utile à la création de valeur, plus elle doit être juridiquement encadrée afin de ne pas dégénérer en direction de fait.

Cette implication constitue une bonne pratique de marché, dès lors qu'elle demeure cantonnée à l'orientation, au contrôle et au dialogue stratégique, sans empiéter sur la gestion exécutive confiée à l'équipe dirigeante. L'intensité de cette implication varie toutefois selon la nature de l'opération considérée.

Dans les opérations de capital-risque ou de *venture capital*, l'investisseur est fréquemment conduit à jouer un rôle particulièrement actif en raison de l'absence d'historique de gestion, de la faiblesse des structures internes ou de l'inexpérience relative des fondateurs. Dans les opérations de capital-développement, l'accompagnement demeure généralement centré sur les questions stratégiques et financières. Enfin, dans les opérations de capital-retournement, l'investisseur est souvent amené à intervenir plus étroitement dans les processus décisionnels afin d'assurer le redressement de l'entreprise¹¹.

Cette diversité des situations démontre que le degré d'implication de l'investisseur ne saurait constituer à lui seul un critère de qualification juridique. L'implication de la société de gestion dans les sociétés du portefeuille ne peut être analysée seulement au regard du droit des sociétés : elle doit également être confrontée à ses obligations de gestion pour compte de tiers, de prévention des conflits d'intérêts et de traçabilité des décisions.

B. Les instruments juridiques de l'influence des investisseurs

L'influence des sociétés de gestion s'exerce principalement par l'intermédiaire des mécanismes de gouvernance négociés lors de l'entrée au capital. Les pactes d'actionnaires constituent à cet égard un instrument privilégié. Ils permettent d'organiser des droits d'information renforcés, des procédures de consultation préalable ou encore des mécanismes de veto portant sur certaines décisions particulièrement structurantes. Les OPC peuvent participer à de tels pactes, représentés par leur société de gestion. Il en résulte que l'influence contractuelle issue d'un pacte doit être appréciée avec précision : elle peut être exercée par la société de gestion au nom du fonds, sans pour autant révéler, par elle-même, une direction effective de la société cible.

De même, la présence de représentants des investisseurs au sein des conseils d'administration, des conseils de surveillance ou des comités stratégiques est devenue une pratique systématique dans les opérations de private equity. Lorsque

l'investisseur siège directement dans un organe d'administration exerçant des fonctions de gestion, il assume les responsabilités attachées à ce mandat. Lorsqu'il est représenté indirectement par des membres de son équipe siégeant en leur nom personnel, le risque se déplace : la société de gestion peut être recherchée comme dirigeant de fait si ces personnes apparaissent comme agissant sous son emprise. Le risque est plus faible lorsque l'investisseur est représenté dans un organe de surveillance dépourvu de fonctions de gestion. Encore faut-il que cet organe demeure effectivement un organe de contrôle. À cet égard, la jurisprudence récente invite à ne pas confondre contrôle organisé et direction de fait : le fait pour un investisseur de présider un conseil de surveillance, de solliciter des informations auprès des directeurs de la société ou de participer à l'autorisation de certaines décisions ne caractérise pas une gestion de fait lorsque ces démarches s'inscrivent dans les pouvoirs de surveillance ou d'autorisation prévus par les statuts ou le pacte¹². La Cour de cassation a censuré une décision ayant retenu la qualité de dirigeant de fait de membres d'un conseil de surveillance sans caractériser qu'ils avaient, en dehors de leur mission de surveillance, exercé en toute indépendance une activité positive de direction dans la société¹³. Cette observation est particulièrement importante dans les SAS, où la liberté statutaire peut conduire à créer des comités stratégiques, comités exécutifs, comités d'investissement ou comités opérationnels dont les missions sont parfois ambiguës. La prudence s'impose d'autant plus que la jurisprudence et la pratique doctrinale montrent que la qualification donnée à l'organe ne suffit pas : un "comité de surveillance" peut être regardé comme exerçant de véritables pouvoirs de direction s'il intervient en amont de façon systématique sur des décisions courantes ou s'il prive le président de son autonomie.

Pour éviter toute confusion, les documents sociaux doivent clairement distinguer les organes de gestion des organes de surveillance, et les procès-verbaux doivent faire apparaître que l'investisseur formule des avis, recommandations ou approbations, sans prendre lui-même les décisions opérationnelles. L'objectif de ces mécanismes n'est pas de transférer le pouvoir de gestion aux investisseurs mais de leur permettre d'exercer un contrôle sur les décisions susceptibles d'affecter substantiellement la valeur de leur investissement.

II - Les limites de l'influence : de l'investisseur actif au dirigeant de fait

Si le capital-investissement repose sur une implication forte de l'investisseur dans la vie de la société cible, cette implication trouve néanmoins sa limite dans le principe fondamental selon lequel la gestion sociale appartient aux dirigeants légalement investis de leurs fonctions. La société de gestion peut influencer, conseiller, contrôler ou surveiller ; elle ne saurait en principe administrer ou diriger directement la société. Lorsque cette frontière est franchie, les juges peuvent

10 France Invest / Alvarez & Marsal, Etude exclusive sur la création de valeur des operating partners auprès des sociétés soutenues par des fonds de capital-investissement en France, 2023

11 S. Schiller et al., « Les préalables à l'entrée de l'investisseur », préc.

12 CA Paris, Pôle 5, chambre 8, 9 Juin 2026 – n° 23/16498

13 Cass. com., 12 juill. 2005, n° 03-14.045 et n° 03-15.855

requalifier l'investisseur en dirigeant de fait, avec l'ensemble des conséquences attachées à cette qualification.

A. La distinction entre influence légitime et exercice du pouvoir de direction

La notion de dirigeant de fait constitue l'un des instruments les plus efficaces dont disposent les juridictions pour appréhender la réalité du pouvoir exercé au sein des sociétés.

Aucun texte ne définit précisément cette notion. Elle est une création prétorienne destinée à éviter qu'une personne exerçant effectivement les fonctions de direction puisse se soustraire aux responsabilités qui y sont attachées en se retranchant derrière l'absence de mandat social.

Selon une formule devenue classique, est dirigeant de fait celui qui exerce « *en toute indépendance une activité positive de gestion et de direction* »¹⁴. La Cour de cassation reprend désormais de manière constante cette approche en exigeant, non une simple influence, mais des actes précis, positifs, autonomes et caractéristiques d'une véritable direction.

Trois éléments principaux sont exigés : l'exercice d'actes positifs de gestion ; leur caractère continu et significatif ; l'exercice indépendant de ces prérogatives. La jurisprudence récente renforce cette exigence probatoire : la chambre commerciale a censuré des décisions ayant retenu trop facilement la direction de fait, faute d'avoir identifié des faits précis caractérisant l'exercice, en toute indépendance, d'une activité positive de gestion et de direction¹⁵. Cette orientation confirme que la direction de fait ne se présume pas et que la seule détention d'un pouvoir d'influence, même important, ne suffit pas.

La jurisprudence refuse ainsi de qualifier de dirigeant de fait un associé particulièrement actif, un administrateur influent ou un créancier vigilant lorsqu'ils demeurent dans le cadre normal des prérogatives qui leur sont reconnues. Cette distinction est essentielle pour les sociétés de gestion. Le suivi des performances, la participation aux organes de gouvernance, la formulation de recommandations stratégiques ou l'exercice de droits de veto conventionnels relèvent normalement des prérogatives légitimes de l'investisseur. L'existence d'un pouvoir d'influence, même particulièrement marqué, ne suffit pas à caractériser une direction de fait dès lors que les dirigeants sociaux conservent une autonomie réelle dans la conduite des affaires sociales. La cour d'appel de Paris l'a encore rappelé en 2026 à propos d'une société de gestion détenant près de 90 % du capital et des droits de vote d'une société cible : la détention majoritaire, la capacité de peser sur la composition du conseil d'administration ou la faculté de révoquer le président ne suffisent pas, en l'absence d'actes positifs de gestion accomplis en dehors ou au-delà des prérogatives statutaires, à la considérer comme dirigeant de fait¹⁶.

La distinction entre influence et direction repose donc moins sur l'intensité de l'intervention que sur sa nature. L'investisseur demeure dans son rôle lorsqu'il approuve ou refuse certaines orientations. Il le dépasse lorsqu'il se substitue au dirigeant dans la prise de décision.

B. Les indices jurisprudentiels de l'immixtion fautive

L'analyse de la jurisprudence permet d'identifier plusieurs situations récurrentes dans lesquelles les tribunaux considèrent que l'investisseur a franchi la frontière séparant l'actionnaire du dirigeant.

La première hypothèse est celle de la substitution au dirigeant de droit. Les juges recherchent si les dirigeants statutaires disposent d'une autonomie décisionnelle réelle ou s'ils se bornent à exécuter les instructions d'un tiers. Lorsque les organes sociaux ne constituent plus qu'une façade juridique destinée à masquer le véritable centre de décision, la qualification de dirigeant de fait est fréquemment retenue. Cette situation peut se rencontrer lorsqu'une société de gestion impose systématiquement ses décisions aux dirigeants de la société cible ou lorsque les réunions des organes sociaux se limitent à entériner des décisions prises préalablement par les représentants de l'investisseur.

La deuxième hypothèse concerne l'intervention dans la gestion opérationnelle. La jurisprudence considère généralement que la participation à la définition de la stratégie demeure compatible avec la qualité d'investisseur. En revanche, l'intervention dans les opérations quotidiennes constitue un indice fort de direction de fait. Sont notamment visés : les instructions adressées directement aux salariés ; la conduite directe des négociations commerciales ; la gestion de la trésorerie ; les relations avec les établissements bancaires ; la signature habituelle d'engagements au nom de la société. À l'inverse, certains indices, pris isolément, demeurent insuffisants. La doctrine et la jurisprudence rappellent ainsi que le fait de négocier la cession d'un fonds de commerce, de procéder ponctuellement à l'embauche de salariés, de se charger de certains aspects financiers, comptables ou sociaux, ou encore de disposer d'un pouvoir de signature ne caractérise pas nécessairement, à lui seul, une direction de fait¹⁷. Il faut que ces éléments révèlent une véritable prise en main de la gestion et non une intervention ponctuelle, conservatoire ou accessoire. Cette précision est importante pour les sociétés de gestion : le risque ne résulte pas de l'existence d'un indice isolé, mais de l'accumulation d'indices convergents démontrant que le dirigeant de droit a été dessaisi de son pouvoir décisionnel. Les décisions rendues en matière de capital-investissement confirment cette approche restrictive : l'organisation d'assemblées dans les locaux de l'investisseur, la réponse à des demandes d'information, l'intervention dans l'exécution d'un pacte d'associés ou la qualité de principal créancier obligataire ne constituent pas, en eux-mêmes, des actes de gestion

14 Cass. com., 9 mars 1993, n° 91-11.003 ; Cass. com., 4 mai 2010, n° 09-14.143

15 Cass. com., 9 juin 2022, n° 21-13.588 ; Cass. com., 6 juill. 2022, n° 20-14.168

16 CA Paris, Pôle 5, chambre 8, 9 Juin 2026 – n° 23/16498

17 J. Heinich et L. Watrin, « Le dirigeant de fait », *JurisClasseur Sociétés Traité*, fasc. 45-20, 2024

de la société cible¹⁸.

La troisième hypothèse réside dans la direction exercée par personnes interposées. Cette hypothèse est particulièrement sensible en capital-investissement, car la société de gestion intervient rarement directement : elle agit par ses associés, salariés, *operating partners*, membres de comités ou consultants internes. Or l'interposition de personnes physiques ne constitue pas une protection suffisante. L'affaire *Banque Worms* illustre la possibilité de retenir la qualité de dirigeant de fait d'une personne morale lorsque les personnes physiques intervenues dans la société cible agissaient en réalité selon ses instructions¹⁹.

C. Le rôle particulier des conventions d'assistance et des *management fees*

Les conventions de prestations de services constituent aujourd'hui l'un des principaux vecteurs d'intervention des sociétés de gestion dans les sociétés du portefeuille. Ces conventions prévoient généralement la fourniture de prestations de conseil stratégique, financier, opérationnel ou commercial. Elles s'accompagnent fréquemment du versement de *management fees* ou de *monitoring fees*. En principe, ces conventions sont parfaitement licites. Toutefois, leur exécution peut devenir problématique lorsque les prestations fournies excèdent le simple conseil pour se transformer en actes de gestion.

Les juges recherchent si le prestataire s'est limité à formuler des recommandations ou s'il a effectivement participé aux décisions de gestion²⁰. Le risque est d'autant plus fort lorsque la convention de prestations, rédigée en termes généraux, autorise la société de gestion ou ses équipes à intervenir sur des sujets opérationnels sans délimitation précise. Une convention intitulée "conseil stratégique" peut devenir une pièce à charge si son exécution révèle une direction opérationnelle déguisée : pilotage des équipes, arbitrages de trésorerie, validation des dépenses courantes, négociation directe avec les banques, fournisseurs ou clients, gestion des ressources humaines ou conduite des restructurations internes. À l'inverse, le risque est réduit lorsque la convention décrit des missions de conseil limitées, que les livrables sont identifiés, que les recommandations sont soumises aux dirigeants de droit et que les décisions demeurent formellement et effectivement prises par les organes sociaux compétents.

Ces conventions sont également soumises au droit de la gestion collective et notamment à la prévention des conflits d'intérêts. Lorsque les prestations donnent lieu à des *management fees* ou *monitoring fees*, la société de gestion doit pouvoir justifier l'existence, la réalité, la valeur et l'intérêt des services rendus pour la société cible et pour les porteurs de parts du fonds. Une facturation dépourvue de contrepartie

effective ou correspondant à des actes de gestion opérationnelle pourrait nourrir à la fois un débat de droit des sociétés, un débat de responsabilité et, le cas échéant, un débat réglementaire relatif à la gestion des conflits d'intérêts.

III - Les situations de crise : principal terrain de développement de l'immixtion

A. L'intensification du contrôle en période de difficulté

Les situations de crise constituent le principal facteur de basculement vers la direction de fait. Lorsque les performances se dégradent, l'investisseur est naturellement conduit à accroître son niveau d'intervention afin de préserver la valeur de son investissement.

En période de crise, les investisseurs peuvent être conduits à demander une remontée d'informations plus fréquente, à mettre à disposition des experts internes ou externes, à aider les dirigeants à évaluer les dispositifs publics de soutien, à suivre la trésorerie ou à préparer des projections de financement. Ces mesures relèvent encore de l'assistance légitime si elles demeurent des outils d'aide à la décision. Elles deviennent en revanche dangereuses si elles s'ajoutent aux droits de gouvernance existants au point de priver les dirigeants de leur autonomie.

La crise n'autorise donc pas la substitution. Elle peut justifier une vigilance accrue, des échanges plus réguliers, une assistance technique et un contrôle renforcé, mais non la prise directe de décisions opérationnelles par l'investisseur. La ligne de partage demeure la même : la société de gestion peut éclairer, alerter, recommander et contrôler ; elle ne doit pas décider, signer, engager ni représenter la société cible en lieu et place de ses dirigeants.

B. Le cas particulier des opérations de retournement

Les opérations de capital-retournement présentent à cet égard une spécificité : le modèle économique de ces opérations repose en effet sur l'acquisition de sociétés en difficulté afin d'en assurer le redressement. Les investisseurs spécialisés dans ce secteur disposent souvent d'équipes opérationnelles particulièrement expérimentées qui interviennent directement auprès du *management*. Cette proximité explique que les risques de qualification de dirigeant de fait y soient sensiblement plus élevés que dans les opérations traditionnelles de capital-développement. Le succès de l'opération dépend fréquemment de la capacité de l'investisseur à influencer profondément les choix de gestion. Toute la difficulté consiste alors à préserver l'autonomie juridique des dirigeants tout en assurant l'efficacité du redressement.

18 CA Aix-en-Provence, 8e chambre A, 10 Septembre 2015 – n° 13/23440

19 Cass. com., 27 juin 2006, n° 04-15.831

20 CA Paris, Pôle 5, chambre 9, 16 Mai 2019 – n° 17/16460

C. Les procédures collectives : révélateur du pouvoir réel

Les procédures collectives constituent le principal terrain contentieux de la direction de fait. Lorsque la société devient insolvable, les organes de la procédure cherchent naturellement à identifier les personnes ayant effectivement participé aux décisions ayant conduit à la défaillance. L'action en responsabilité pour insuffisance d'actif constitue à cet égard un risque majeur. L'article L. 651-2 du Code de commerce permet en effet de condamner les dirigeants de droit ou de fait ayant commis des fautes de gestion ayant contribué à l'insuffisance d'actif. Le contentieux de l'insuffisance d'actif constitue le terrain privilégié de la recherche d'un dirigeant de fait, car il permet au liquidateur de rechercher au-delà des dirigeants officiellement désignés les personnes ayant réellement participé aux décisions ayant aggravé la situation de la société. Toutefois, l'action suppose une double démonstration : d'une part, la qualité de dirigeant de fait ; d'autre part, une faute de gestion ayant contribué à l'insuffisance d'actif. La seule qualité d'investisseur actif ou de créancier influent ne suffit pas.

Il est également important de préciser que, dans les structures de capital-investissement, l'action sera en pratique dirigée contre la société de gestion ou contre les personnes physiques ayant effectivement exercé des actes de direction, et non contre le fonds en tant que tel lorsque celui-ci est dépourvu de personnalité morale. La qualité d'investisseur de la société cible appartient au fonds ou au véhicule d'investissement ; le risque de direction de fait vise, lui, la personne qui a concrètement exercé le pouvoir de gestion. Cette distinction permet d'éviter une confusion entre détention économique de la participation et exercice effectif de la direction.

IV - Les conséquences juridiques de la qualification de dirigeant de fait

La reconnaissance de la qualité de dirigeant de fait emporte des conséquences particulièrement importantes.

Sur le plan civil, l'investisseur peut être condamné à réparer le préjudice causé à la société ou aux tiers. Sa responsabilité peut être engagée dans les mêmes conditions que celle des dirigeants de droit.

Il convient toutefois de préciser que le dirigeant de fait se trouve dans une situation asymétrique : il supporte les obligations et responsabilités attachées à la direction sans bénéficier des prérogatives statutaires du dirigeant de droit. Il ne peut pas valablement représenter la société du seul fait de son immixtion, ni prétendre aux protections normalement attachées au mandat social. La qualification de dirigeant de fait peut entraîner des responsabilités civiles, pénales, fiscales et sociales, alors même que l'intéressé n'a jamais été investi officiellement des fonctions de direction.

Sur le plan des procédures collectives, il peut être condamné

à supporter tout ou partie de l'insuffisance d'actif. Cette responsabilité peut être particulièrement lourde pour une société de gestion, car elle expose indirectement les structures de capital-investissement à un risque financier sans commune mesure avec la seule perte de l'investissement.

Sur le plan professionnel, il peut faire l'objet d'une faillite personnelle ou d'une interdiction de gérer. Pour les personnes physiques intervenant pour le compte de la société de gestion, notamment les dirigeants de la société de gestion, salariés, *operating partners* ou représentants au sein des organes de gouvernance, l'enjeu peut donc être personnel.

Dans certaines circonstances, une responsabilité pénale peut également être recherchée, notamment en matière de banqueroute ou d'abus de biens sociaux. Le risque pénal est toutefois subordonné à la caractérisation des éléments constitutifs propres à chaque infraction ; la direction de fait ne dispense jamais le juge de cette démonstration.

V - La prévention du risque : vers une gouvernance juridiquement maîtrisée

La prévention du risque de direction de fait ne suppose pas de réduire l'investisseur à un rôle passif. Elle impose plutôt d'organiser juridiquement son intervention afin de maintenir une frontière lisible entre accompagnement stratégique et gestion opérationnelle. La société de gestion doit pouvoir démontrer, en cas de contestation, que les dirigeants de droit ont conservé une autonomie réelle et que les décisions ont été prises par les organes compétents.

Le premier principe consiste à préserver l'autonomie du dirigeant de droit. Les procès-verbaux de conseil ou de comité doivent faire apparaître des débats, avis, recommandations ou autorisations portant sur des décisions structurantes, et non des ordres adressés au *management*. Les dirigeants de la société cible doivent demeurer les interlocuteurs des salariés, des banques, des fournisseurs, des clients et des administrations. Ils doivent également conserver la signature des contrats, des documents bancaires et des actes engageant la société.

Le deuxième principe réside dans la limitation des droits de veto. Les décisions soumises à autorisation préalable doivent être exceptionnelles ou structurantes : acquisition ou cession significative, endettement important, modification du *business plan*, émission de titres, changement de dirigeant, opération de croissance externe, budget annuel. À l'inverse, les dépenses courantes, recrutements ordinaires, contrats commerciaux habituels ou arbitrages quotidiens de trésorerie ne devraient pas relever d'un droit d'autorisation systématique de l'investisseur.

Le troisième principe tient à la prévention des conflits d'intérêts dans les opérations de co-investissement, d'investissement complémentaire et de transfert de participations. Le règlement de déontologie AFIC-AFG impose à la société de

gestion de formaliser les règles de répartition du *deal flow* entre les fonds ou portefeuilles gérés, de prévoir les conditions dans lesquelles plusieurs portefeuilles peuvent co-investir dans une même société cible et d'encadrer les hypothèses dans lesquelles la société de gestion ou ses membres co-investissent aux côtés des portefeuilles gérés²¹. Ces règles doivent être communiquées aux clients et exécutées dans des conditions permettant d'assurer l'équivalence des conditions financières et juridiques, à l'entrée comme à la sortie, sauf justification tenant à la situation propre des portefeuilles concernés.

Le quatrième principe concerne les *operating partners*. Leur rôle doit être défini comme une mission d'expertise, d'accompagnement, de diagnostic ou de recommandation. Ils ne doivent pas être placés en situation de donner des instructions directes aux salariés de la cible, de valider eux-mêmes les paiements, de négocier seuls avec les créanciers ou de piloter une restructuration sans intervention effective des dirigeants sociaux.

Le cinquième principe tient à la traçabilité. La société de gestion doit conserver la preuve que ses interventions ont consisté en des conseils, analyses, reportings ou recommandations, et que les décisions finales ont été prises par les dirigeants ou les organes compétents de la société cible. Cette traçabilité est essentielle en procédure collective, où le débat se reconstitue souvent a posteriori à partir des courriels, comptes rendus, échanges bancaires et documents de crise.

Enfin, en période de difficulté, il convient d'adopter une discipline renforcée : éviter les instructions directes, ne pas se présenter comme le "véritable décideur", ne pas utiliser le pa-

pier à en-tête de la société cible, ne pas devenir l'interlocuteur unique des banques ou fournisseurs, et ne pas court-circuiter les organes sociaux. Ces précautions ne neutralisent pas tout risque, mais elles permettent de démontrer que la société de gestion est demeurée dans son rôle d'actionnaire professionnel, d'investisseur actif et de conseil stratégique.

Conclusion

Le développement du capital-investissement a profondément transformé les rapports entre investisseurs et dirigeants. La figure traditionnelle de l'actionnaire passif a laissé place à celle d'un investisseur professionnel impliqué dans la stratégie et le développement des entreprises financées. Cette évolution ne remet toutefois pas en cause le principe fondamental selon lequel la gestion sociale appartient aux dirigeants légalement investis de leurs fonctions. L'immixtion des sociétés de gestion n'est pas en elle-même prohibée. Elle constitue même souvent une condition du succès des opérations de capital-investissement. Le droit positif admet pleinement l'existence d'un actionnariat actif et influent. La direction de fait ne saurait résulter de la seule qualité d'investisseur, de l'exercice de droits de vote, de la présence dans un organe de surveillance ou d'un suivi attentif de la participation. Elle suppose la preuve d'actes positifs, précis et indépendants de gestion et de direction. Cette exigence protège l'intervention légitime des sociétés de gestion, tout en sanctionnant les hypothèses dans lesquelles elles se substituent effectivement aux dirigeants sociaux. La distinction essentielle ne réside donc pas dans l'intensité de l'intervention mais dans sa nature : conseiller, contrôler ou orienter demeure licite ; diriger à la place des dirigeants expose à la qualification de dirigeant de fait. Pour les sociétés de gestion, la maîtrise de cette frontière n'est pas une limite à la création de valeur ; elle en est une condition de sécurité juridique. ■

21 AFIC-AFG, Règlement de déontologie des Sociétés de Gestion de Portefeuille intervenant dans le capital investissement, Avr. 2013

L'article 145 du CPC a-t-il une place dans les contentieux relatifs aux offres publiques ?

Auteur(s)



Jean-Daniel Bretzner

Avocat à la Cour, Associé, Bredin Prat



Eve Duminy

Avocat à la Cour, Associée, Bredin Prat

Certains praticiens émettent des doutes au sujet de la possibilité d'utiliser l'article 145 du CPC pour administrer la preuve de faits propres à nourrir une contestation à l'occasion d'une offre publique. Nous ne partageons pas cette analyse. Nous pensons au contraire que, même si le contexte d'une offre publique crée certaines singularités, l'article 145 du CPC constitue une arme que tous les protagonistes d'une offre publique sont en droit de mobiliser.

Outre qu'il est formulé en termes très généraux, l'article 145 du CPC est inséré dans un corps de règles précédé des titres suivants : « *Sous-titre II : Les mesures d'instruction* » et « *Chapitre I : Dispositions générales* ». Ce texte a donc vocation à être appliqué en toutes matières, de sorte que rien ne peut justifier son exclusion en droit boursier, *a fortiori* en cas d'offres publiques.

L'objet de cette étude est d'examiner les spécificités et difficultés liées à la mise en œuvre de l'article 145 du CPC en matière d'offres publiques. Ces spécificités sont à notre avis de deux ordres. Elles concernent en premier lieu certains aspects procéduraux (I.). Elles ont trait en second lieu aux conditions de fond qui subordonnent la mise en œuvre de ce texte (II.).

I - Questions d'ordre procédural

Une distinction doit être opérée entre deux cas de figure. L'article 145 du CPC peut à notre avis être utilisé en vue de la saisine d'une autorité boursière, bien que cette dernière ne constitue pas une « juridiction » *stricto sensu* (A.). Il peut bien évidemment l'être également afin de saisir une juridiction étatique, étant observé qu'il ne fait aucun doute que, sur certains points, un plaideur peut tout à fait s'orienter vers un juge étatique afin d'instaurer un débat relatif à une offre publique (B.).

A. Article 145 du CPC et saisine ultérieure d'une autorité boursière

La question doit à notre avis être examinée dans une double perspective : la première est celle d'une saisine de l'autorité boursière française (1.), la seconde est celle d'une saisine d'une autorité boursière étrangère (2.). Sur le terrain des principes, rien n'interdit en effet à un plaideur de solliciter d'un juge français la mise en œuvre d'une mesure propre à lui permettre de collecter des éléments de preuve sur le territoire français, afin de les utiliser au soutien de la saisine d'une autorité boursière étrangère, à la condition bien entendu de veiller à ne pas enfreindre la loi dite « de blocage ».

1. Article 145 du CPC et saisine ultérieure d'une autorité boursière française

Trois questions méritent d'être examinées. La première est une question de principe : l'article 145 peut-il être mobilisé pour saisir ensuite l'AMF ? Les deux autres peuvent être formulées de la façon suivante : vers quel juge faut-il s'orienter pour mobiliser l'article 145 et quel peut être l'effet d'une décision de rétractation sur l'usage, par l'AMF, de pièces parvenues entre ses mains avant la décision de rétractation ? Ces trois questions seront examinées successivement.

L'article 145 alinéa 1er du CPC exige que la mesure d'instruction *in futurum* sollicitée intervienne « *avant tout procès* »¹. Ce texte a donc été conçu comme un préalable à l'introduction d'une action judiciaire, qui implique par nature la saisine d'une juridiction.

Cette question est ici la source d'une difficulté dans la mesure où l'AMF est dotée du statut d'autorité administrative indépendante et ne peut être qualifiée de juridiction *stricto sensu*. La difficulté n'est cependant pas rédhibitoire. L'examen du droit positif confirme en effet que, dans certains cas, le débat qui s'instaure devant l'AMF constitue un véritable « procès », qui implique en particulier d'observer le principe de la

¹ Cette condition s'apprécie à la date à laquelle la mesure d'instruction *in futurum* est sollicitée.

contradiction, de sorte que l'AMF peut être assimilée à un « tribunal » (au sens où la notion est entendue pas l'article 6§1 de la CEDH).

La solution s'inscrit dans le sillage d'un courant ancien² et a été consacrée par la Cour européenne des droits de l'homme dans plusieurs espèces, dans lesquelles la saisine d'une autorité boursière était intervenue afin d'infliger une sanction administrative à la personne poursuivie.

Un arrêt intervenu dans une espèce qui concernait le Conseil des Marchés Financiers (auquel l'AMF a succédé) a en effet clairement affirmé que cet organe :

« ... doit être regardé comme un « tribunal » au sens de ces dispositions »³.

La Cour européenne des droits de l'homme a ensuite appliqué la solution à l'AMF elle-même :

« Le 20 décembre 2007, la commission des sanctions de l'AMF [...] considéra le manquement de manipulation de cours imputable au requérant [...] [et] lui infligea une sanction de 250 000 EUR [...] La sanction de l'AMF était-elle de nature pénale ? La Cour estime que la coloration pénale de la sanction de l'AMF ne fait en l'espèce aucun doute »⁴.

La solution, qui doit à notre avis être approuvée, s'applique également lorsque la décision de l'AMF est susceptible de prendre la forme, non pas d'une « sanction » à proprement parler, mais d'une injonction, comme par exemple une injonction de déposer une offre publique. L'arrêt de la Cour d'appel de Paris du 2 avril 2008 relatif à l'affaire « *Eiffage c/ Sacyr* » fournit à cet égard un éclairage pertinent :

« ... que cette demande, qu'au demeurant l'AMF n'était pas tenue de formuler dans le cadre de la procédure de conformité dont elle était saisie, s'analyse en une injonction, laquelle ne pouvait être prononcée que dans le respect de la procédure prévue à l'article L. 621-14 du code monétaire et financier, qui exige que les personnes concernées soient mises en mesure de présenter leurs explications [...]

Que c'est donc à juste titre que tant Sacyr que les sociétés Acciones Reunidas, Arcomundo, Inmobiliaria Vano, Explotaciones Forestales Agrícolas y Pecuarias Alavesas, Ben Patricios et Portman Golf critiquent ce chef de la décision en invoquant une atteinte aux droits de la défense ; qu'il suit de là que la décision, en ce qu'elle demande à Sacyr, agissant de concert, de déposer un projet d'offre publique visant les actions de la société Eiffage tel qu'il puisse être déclaré conforme aux dispositions législatives

et réglementaires applicables, doit être annulée »⁵.

Il en résulte que, dès lors que la saisine de l'AMF a vocation à se traduire *in fine* par une « sanction » ou par une « injonction », rien ne fait à notre avis obstacle à l'utilisation de l'article 145 afin de nourrir cette saisine.

Reste à déterminer la juridiction devant laquelle l'article 145 du CPC peut être valablement invoqué, que ce soit sur requête ou en référé. En ce qui concerne la compétence territoriale, l'article 145 alinéa 2 du CPC instaure une option, qui offre la possibilité de saisir :

« ... au choix du demandeur, [la juridiction] susceptible de connaître de l'affaire au fond ou, s'il y a lieu, celle dans le ressort de laquelle la mesure d'instruction doit être exécutée. »

En matière d'offres publiques, cette option signifie à notre avis que le demandeur désireux de mobiliser l'article 145 du CPC peut s'orienter vers le Président du Tribunal des Activités Économiques de Paris (l'AMF étant située à Paris) ou vers le Président de la juridiction du lieu d'exécution de la mesure. Rien ne justifie que cette option de compétence, qui est formulée en termes généraux et qui existe en toutes matières, cède en matière d'offres publiques.

Le juge matériellement compétent pour statuer sur le fondement de l'article 145 doit quant à lui être déterminé par application de la solution prétorienne consacrée par la deuxième Chambre civile de la Cour de cassation le 7 juin 2012,⁶ qui permet de saisir le juge compétent pour statuer sur tout ou partie des questions qui forment l'objet du futur procès.

Lorsque la mesure d'instruction sollicitée est ordonnée sur requête, elle se traduit dans l'immense majorité des cas par le placement sous séquestre des pièces appréhendées et suscite dans la foulée une demande de rétractation. Certaines juridictions provinciales n'ordonnent cependant pas de placement sous séquestre, de sorte que le bénéficiaire de la mesure accède immédiatement aux pièces appréhendées et peut les exploiter dans la foulée. En pareil cas, le bénéficiaire de la mesure peut donc rapidement communiquer à l'AMF les pièces qu'il a appréhendées, sans même attendre l'issue de l'éventuel débat en rétractation.

Même si elle peut paraître théorique, cette hypothèse suscite une question pratique délicate, qui a trait au sort des pièces appréhendées, puis confiées à l'AMF, lorsque la demande de rétractation prospère ultérieurement. L'AMF peut-elle conserver ces pièces ? Peut-elle en faire usage et les invoquer au soutien d'un grief ? L'effet d'une décision de rétractation est en principe de faire obstacle à toute utilisation des pièces par la partie bénéficiaire de la mesure d'instruction. Faut-il par conséquent considérer qu'en cas de rétractation, l'AMF

2 CEDH (formation plénière), 8 juin 1976, Aff. *Engel c/ Pays-Bas*.

3 CEDH, 27 août 2002, Aff. : *Didier c/ France*.

4 CEDH, 6 juin 2019, Aff. : *Nodet / France*.

5 PARIS, 2 avril 2008, 07/11675.

6 Civ.2, 7 juin 2012, n°11-15.490, D.2012, Pan. 2834, obs. J.-D. BRETZNER.

doit s'abstenir de faire usage des pièces parvenues entre ses mains en application de l'article 145 ? La question est apparue dans une espèce qui concernait, non pas l'AMF, mais l'Autorité de la concurrence. Cette dernière a considéré, dans une décision peu explicite datée du 16 avril 2010, que la rétractation intervenue lui interdisait de faire usage des pièces en cause⁷. Le fondement de la solution n'est pas exposé. L'examen de la décision ne permet pas non plus de déterminer si la décision de rétractation, qui émanait de la Cour d'appel d'Aix en Provence, avait prescrit à l'Autorité de la Concurrence de ne pas faire usage des pièces litigieuses. Cela étant, il nous semble impossible que la Cour d'appel ait statué en ce sens. En effet, la règle consacrée par l'article 14 du CPC interdit à notre avis à tout juge d'ordonner à une personne tierce, qui n'a pas même pu s'exprimer, de faire ou de ne pas faire telle ou telle chose. Par ailleurs, le principe de la séparation des pouvoirs constitue selon nous un puissant obstacle à ce qu'une juridiction de l'ordre judiciaire prescrive une injonction à la charge d'une autorité administrative. Pour toutes ces raisons, et indépendamment du recul du principe de loyauté dans l'accès à un élément de preuve, il nous semble que, même en cas de rétractation de l'ordonnance initiale, l'AMF devrait pouvoir conserver les pièces parvenues entre ses mains et continuer à en faire usage.

Cela étant, dans l'immense majorité des cas, le placement sous séquestre des pièces appréhendées constitue la règle de principe, de sorte que le bénéficiaire de la mesure d'instruction n'accède pas immédiatement aux pièces. En pratique, il doit patienter parfois plusieurs années. Une étude publiée récemment par la Gazette du Palais et intitulée "Il faut sauver le 145 !" met clairement en lumière la difficulté :

« En 2018, la transposition, dans le code de commerce, de la directive visant à renforcer la protection du secret des affaires a encore retardé, et complexifié, l'accès aux documents saisis. L'analyse d'une centaine de décisions récentes rendues par les cours d'appel de Paris et de Versailles a révélé [...] qu'en pratique, il peut s'écouler trois, quatre, voire sept ans entre le dépôt par le requérant de sa requête 145 et l'accès aux documents dont on rappelle qu'ils sont destinés à être utilisés dans un procès futur. Les contours du procès envisagé ou même l'intérêt de ce dernier ont pu, pendant cette période, être significativement modifiés ou altérés ; le temps des affaires étant bien différent du temps judiciaire. »⁸.

Du fait de ces délais (et de leur caractère difficilement maitrisable), même si tous les observateurs mettent en exergue un phénomène de "judiciarisation" du droit des offres publiques,⁹ les praticiens hésiteront probablement à construire une stratégie fondée sur l'article 145 du CPC.

Si la saisine de l'AMF paraît, nonobstant cette difficulté pratique, tout à fait possible sur la base de pièces appréhendées

en application de l'article 145 du CPC, une stratégie identique peut-elle être mise en œuvre afin de saisir une autorité boursière étrangère, lorsque l'offre publique concerne une cible cotée à l'étranger ?

2. Article 145 du CPC et saisine ultérieure d'une autorité boursière étrangère

La nature des pièces susceptibles d'être communiquées à une autorité boursière étrangère suscite à notre avis une difficulté au regard de la loi dite « de blocage » n° 68-678 du 26 juillet 1968, modifiée par la loi n° 80-538 du 16 juillet 1980¹⁰.

Une mesure d'instruction ne peut en effet présenter un caractère « *légalement admissible* » au sens de l'article 145 du CPC si elle se traduit par une violation de la loi de blocage. Cette loi, dont les dispositions sont d'ordre public et dont la violation est érigée en délit pénal,¹¹ consacre l'interdiction pour toute personne de :

« ... de demander, de rechercher ou de communiquer, par écrit, oralement ou sous toute autre forme, des documents ou renseignements d'ordre économique, commercial, industriel, financier ou technique tendant à la constitution de preuves en vue de procédures judiciaires ou administratives étrangères ou dans le cadre de celles-ci ».

Or les pièces susceptibles d'être communiquées à une autorité boursière étrangère recèlent de façon quasi-certaine des informations de nature à donner prise à ce texte, étant observé que l'infraction est constituée au moment même où la mesure d'instruction est sollicitée. L'interdiction qui résulte de cette loi concerne en effet les cas où des « *...procédures judiciaires ou administratives étrangères...* » ont déjà été initiées, mais aussi les cas dans lesquels elles ont vocation à l'être ultérieurement hors de France :

« ... l'interdiction s'applique dès le stade de la recherche des preuves sans attendre leur communication effective. Elle est d'abord formulée selon un critère finaliste : « en vue de procédures », et non seulement dans le cours de celles-ci, de sorte que la procédure n'a pas besoin d'avoir été engagée pour que le délit soit consommé. Le texte a donc été logique avec lui-même en ne réprimant pas la tentative puisqu'elle était, comme pour la corruption, déjà intégrée à l'incrimination ».¹²

L'article 1 bis de la loi de blocage instaure néanmoins une ex-

⁷ ADLC, Décision 10-D-14 du 16 avril 2010.

⁸ Sous la dir. de M. AYNES, G.P., 28 avril 2026, n° 14, p. 32 et s.

⁹ En ce sens : J.-C. DEVOUGE, Y. DRIOUICH, N. RONTCHEVSKY, A. GAUDEMET, F. BUCHER, Encyclopédie Bourse, Lextenso, 17 avril 2026, § 260 et s.

¹⁰ J-D BRETZNER, « Preuve d'une pratique anticoncurrentielle et utilisation de l'article 145 du Code de procédure civile par voie d'ordonnance sur requête », in Mélanges en l'honneur de Claude Lucas De Leyssac, LexisNexis, pages 31 et s. : « Une mesure d'instruction ne peut en effet être qualifiée de « légalement admissible » au sens de l'article 145 du Code de procédure civile si sa mise en œuvre se traduit par la création d'une situation illicite, voire si elle suscite une infraction pénale. Or l'utilisation d'informations et de pièces obtenues en France au soutien de la saisine ultérieure d'une juridiction ou d'une autorité étrangère peut caractériser le délit édicté par l'article 3 de la loi du 26 juillet 1968. (...) Nombreuses sont les juridictions qui, notamment lorsqu'elles statuent en référé, prennent appui sur ces textes pour faire échec à la communication de pièces sollicitées sur le fondement notamment de l'article 145 du CPC. Les juges du premier degré appliquent la solution avec rigueur. (...) Les cours d'appel font preuve de la même rigueur ».

¹¹ N. LENOIR, « L'intérêt de la loi du 26 juillet 1968 et l'obtention des preuves au niveau international : un regain d'intérêt », LPA, n° 13, janvier 2015, p. 7.

¹² E. ROSENFELD, « Le Blocking Statute ou comment s'en débarrasser », D. 2021. 651, 8.

ception à l'interdiction qu'il édicte, puisque celle-ci s'applique « sous réserve des traités ou accords internationaux et des lois et règlements en vigueur ». En application de ce texte, tout plaideur désireux d'appréhender sur le sol français des documents (d'ordre économique, commercial, industriel, financier ou technique) pour initier ensuite une procédure à l'étranger doit donc intégrer dans le dispositif de la décision qu'il sollicite le recours aux mécanismes de coopération judiciaire, tels qu'ils résultent notamment de la Convention de la Haye. La doctrine confirme cette analyse :

« ... il ne s'agit pas d'interdire toute coopération, mais d'imposer le recours aux conventions internationales en vigueur, avec les garanties procédurales qu'elles impliquent »¹³.

Le rapport de l'Assemblée nationale sur la loi de blocage est également d'une parfaite clarté à cet égard :

« En revanche, dans l'hypothèse où il s'agit de communiquer des documents devant servir de preuve dans le cadre ou en vue d'une procédure judiciaire ou administrative étrangère, l'interdiction est totale. Ces communications ne pourront être faites en dehors des procédures en vigueur : commissions rogatoires et déposition devant des commissaires autorisés par l'autorité française compétente »¹⁴.

La question est sensible et l'examen de la jurisprudence confirme que, à défaut d'intégrer les mécanismes institués par les traités internationaux, une difficulté rédhibitoire peut apparaître et neutraliser l'article 145 :

« [le requérant] ne peut avoir recours à l'article 145 du Nouveau Code de procédure civile pour obtenir des preuves qu'elle utiliserait dans un litige à l'étranger car elle serait alors en infraction avec les termes de l'article 1 bis de la loi n° 80.538 du 16 juillet 1980 qui (...) interdit à toute personne de demander, de rechercher ou de communiquer, par écrit, oralement ou sous toute autre forme, des documents ou renseignements d'ordre économique, commercial, industriel, financier ou technique tendant à la constitution de preuves en vue de procédures judiciaires ou administratives étrangères ou dans le cadre de celles-ci ;

Que contrairement à ce que soutient la société Z, ce texte spécial déroge aux dispositions générales de l'article 145 du Nouveau Code de Procédure Civile et non l'inverse »¹⁵.

Loin d'être isolée, la solution est affirmée à échéances régu-

lières et doit à notre avis être approuvée¹⁶.

En d'autres termes, s'il est concevable de mettre en œuvre l'article 145 pour saisir ensuite l'AMF afin de l'inviter à prononcer une sanction ou une injonction, la même stratégie est selon nous beaucoup plus ardue à mettre en œuvre, s'il s'agit de saisir une autorité boursière étrangère.

B. Article 145 du CPC et saisine ultérieure d'une juridiction étatique

Le juge judiciaire se fraie progressivement une place centrale dans les contentieux relatifs aux offres publiques et a vocation à intervenir dans de nombreux cas de figure.

La Cour d'appel de Paris est une sorte de centre de gravité de la judiciarisation des offres publiques. Cette juridiction connaît des recours exercés à l'encontre de plusieurs types de décisions de l'AMF, notamment (i) certaines décisions administratives individuelles, par exemple celles qui se prononcent sur la conformité d'un projet d'offre publique, ainsi que (ii) certaines décisions de sanctions. De tels recours peuvent être précédés d'une mesure d'instruction fondée sur l'article 145 seulement s'ils ne constituent pas le prolongement d'un premier « procès » déjà initié, ce qui n'est pas le cas des recours contre les décisions de sanctions, qui ont d'ores et déjà donné lieu à la naissance d'un « procès » devant l'AMF.

Le juge judiciaire est quant à lui en droit d'examiner les litiges qui relèvent du droit des sociétés, par exemple ceux qui impliquent d'analyser la régularité d'une résolution adoptée par l'assemblée générale de la société cible ou par le conseil d'administration de cette même société cible, dans le cadre d'une défense anti-OPA. De même, les litiges qui impliquent d'examiner une question de droit des obligations et d'annuler un acte juridique inhérent à la mise en œuvre d'une défense anti-OPA échappent par nature à la compétence de l'AMF et relèvent de celle du juge de l'ordre judiciaire.

L'ensemble de ces litiges, qui donnent presque toujours prise à la compétence des juridictions consulaires, peut parfaitement donner lieu à la mise en œuvre d'une stratégie probatoire fondée sur l'article 145 du CPC.

Le tribunal judiciaire peut potentiellement être saisi également, ainsi que cela résulte par exemple des actions exercées par les CSE des sociétés du groupe Suez, à l'occasion de l'offre publique initiée sur cette société par Veolia¹⁷.

Le contentieux relatif aux offres publiques d'acquisitions peut aussi être de nature répressive et se traduire par la saisine d'un tribunal correctionnel, notamment en matière de délits d'initiés. Là encore, rien ne fait à notre avis obstacle à la mise en œuvre préalable d'une mesure d'instruction fondée sur

13 V. LE GUILLOU et A. LEMNIAI, « Preuves – Les entreprises françaises et la « loi de blocage », JCP G n° 43-44, 25 octobre 2021, 1143.

14 A. MAYOUD, Rapport n° 1814 fait au nom de la Commission de la production et des échanges sur le projet de loi adopté par le Sénat relatif à la communication de documents et renseignements d'ordre économique, commercial ou technique à des personnes physiques ou morales étrangères, 19 juin 1980.

15 VERSAILLES, 16 mai 2001, n° 01/01747. Également en ce sens : TGI, NANTERRE, 22 déc. 1993, JurisData : 1993-050136.

16 NANCY, 4 juin 2014, RG : 14/01547.

17 TJ PARIS, ordonnance de référé du 9 octobre 2020, n° 20-56077, confirmée par PARIS, 19 novembre 2020, n° 20/06549 ; TJ NANTERRE, 3 février 2021, n° 20/09953 ; VERSAILLES, 15 avril 2021, n° 21/00381.

l'article 145 du CPC, sous réserve que cette mesure soit bien sollicitée « *avant tout procès* » au sens du droit positif. Sur ce point, le fait qu'une offre publique ait suscité au préalable un procès ne constitue pas un obstacle rédhibitoire à l'application de l'article 145, dès lors que l'objet de la mesure sollicitée diffère de l'objet du procès précédemment initié.

II - Questions d'ordre substantiel

Au-delà du fait que toute demande fondée sur l'article 145 du CPC doit être formulée « *avant tout procès* », deux autres conditions sont requises pour que ce texte puisse être appliqué : la mesure sollicitée doit procéder d'un « *motif légitime* » et présenter un caractère « *légalement admissible* ».

L'examen des décisions (relativement rares) rendues dans des espèces dans lesquelles l'article 145 du CPC a été mis en œuvre dans le contexte d'une offre publique révèle que la condition qui a trait à l'existence d'un « *motif légitime* » est celle qui génère les discussions les plus vives.

Cette notion présente plusieurs facettes. Le droit positif est fixé en ce sens que « *le caractère légitime d'une demande de mesure d'instruction in futurum suppose que soit établie l'existence d'éléments rendant plausible le bien-fondé de l'action en justice envisagée et que la mesure sollicitée ait une utilité* »¹⁸.

La partie désireuse d'utiliser l'article 145 doit donc administrer la preuve de ce que les faits invoqués en vue du futur procès présentent un caractère vraisemblable (A.) et de ce que la mesure qu'elle sollicite lui sera utile dans le cadre de ce futur procès (B.).

A. Motif légitime et vraisemblance des faits allégués

L'exigence qui a trait au caractère vraisemblable des faits invoqués implique de produire des éléments propres à démontrer de façon concrète et précise que le (ou les) fait(s) allégué(s) ont pu se produire. Un soupçon fondé sur une simple hypothèse non corroborée par des éléments de nature à rendre crédibles les faits litigieux ne peut suffire. *A fortiori*, une thèse présentée sous la forme d'un simple postulat gratuit et péremptoire ne peut caractériser le « *motif légitime* » exigé par le droit positif :

« ... [l'article 145] ne doit pas être la providence de ceux qui, mal assurés dans leurs griefs, attendent [du juge] qu'il ordonne une mission exploratoire propre à alimenter une argumentation pour laquelle les matériaux leur font défaut »¹⁹.

Quelques décisions démontrent que l'article 145 a été utilisé afin d'administrer la preuve d'une action de concert. Un

arrêt de la Cour d'appel de Versailles du 22 juin 2023 a fait échec à l'application de ce texte, au motif que les faits allégués n'étaient pas suffisamment plausibles. L'arrêt ne comporte cependant aucune objection de principe face à une éventuelle application de l'article 145²⁰. A l'inverse, dans le cadre de l'offre publique initiée par Veolia sur Suez, le Président du Tribunal de commerce de Nanterre a accueilli favorablement la demande que Suez lui avait présentée sur le fondement de l'article 145 du CPC, afin de démontrer l'existence d'une action de concert :

« ... nous constatons que toute preuve d'une action concertée entre VEOLIA et ENGIE serait de nature à bien fonder [les actions envisagées] et que la mesure d'instruction sollicitée est susceptible de fournir de telles preuves.

[...]

[Il existe] un indice pertinent laissant soupçonner l'existence d'une action concertée que la mesure d'instruction pourrait conforter.

En conséquence de tout ce qui précède, nous disons que la mesure sollicitée relève d'un motif légitime ... »²¹.

D'autres types de contentieux susceptibles de naître à l'occasion d'une offre publique peuvent donner prise à l'article 145 du CPC, comme par exemple ceux qui ont trait à la diffusion d'une information inexacte et/ou à la manipulation du cours d'une action. Ainsi, dans une affaire qui s'est traduite par un arrêt de la Cour d'appel de Versailles du 14 janvier 2016, une demande fondée sur l'article 145 du CPC a été accueillie favorablement par voie d'ordonnance sur requête, afin d'administrer la preuve de la divulgation d'informations privilégiées²².

B. Motif légitime et utilité des éléments de preuve sollicités

L'exigence relative à l'« *utilité* » de la preuve sollicitée constitue une constante. Cette condition fait nécessairement défaut lorsque la partie désireuse d'utiliser l'article 145 dispose d'ores et déjà des éléments propres à lui permettre d'introduire son action au fond :

« *Le motif légitime de demander une mesure d'instruction s'apprécie au regard de la situation probatoire du demandeur de la mesure d'instruction, le juge n'étant pas tenu d'accueillir la demande d'une partie qui a déjà en sa possession des éléments de preuve suffisants.*

En l'espèce, comme indiqué ci-avant, M. H. dispose d'ores et déjà d'éléments de preuve suffisants des irrégularités dont il prétend avoir été victime »²³.

20 VERSAILLES, 22 juin 2023, n° 22/06972.

21 Ord. TC NANTERRE, 13 novembre 2020, citée en Chronique public M&A – Offres publiques, Lexbase, 1^{er} juin 2023 ; N. RONTCHEVSKY, RTD Com. 2021, p. 324, n°3.

22 VERSAILLES, 14 janvier 2016, RG n° 14/09075.

23 AMIENS, 11 mars 2021, n° 20/00497. Également en ce sens : PARIS, 8 avril 2021, n° 20/15067 ; PARIS, 11 février 2021, n° 20/01278 ; PARIS, 17 mai 2019, n° 18/23525 ; BORDEAUX, 15 juin 2021, n° 20/05151 ; AIX-EN-PROVENCE, 3 juin 2021, 20/07515 ; ROUEN, 19 octobre 2017, n° 16/06124 ; VERSAILLES, 16 avril 2008, n° 07/05218.

18 Com., 16 avril 2013, n° 12-14.578, www.legifrance.gouv.fr. F. FERRAND, Rép. pr. civ., Preuve – recherche des preuves, Dalloz, juillet 2021, 379.

19 J. NORMAND, « Les limites du référé probatoire », RTD civ. 1990, p. 131.

La règle est (très logiquement) appliquée avec rigueur, lorsque la mesure d'instruction est sollicitée à la faveur d'une offre publique :

« ... la mesure d'instruction sollicitée est dépourvue de toute utilité probatoire, puisque l'appelante a engagé un nombre important de procédures au fond, basés sur les mêmes faits que ceux avancés que dans le cadre de la présente instance, ce qui démontre qu'elle a estimé disposer de moyens de preuves suffisants pour engager ces procès »²⁴.

L'utilité d'une mesure probatoire fondée sur l'article 145 a par ailleurs suscité un débat surprenant à nos yeux (dans une espèce qui n'était pas relative à une offre publique), en raison des pouvoirs d'investigation dont dispose l'AMF. Dans cette espèce, le demandeur à la mesure d'instruction affirmait qu'il entendait appréhender des éléments de preuve afin de saisir ultérieurement l'AMF. La Cour d'appel de Toulouse lui a cependant objecté qu'elle ne démontrait pas l'existence d'un « motif légitime » pour la raison suivante :

« ... s'il est loisible à la société Kacif de dénoncer des comportements qu'elle estime contraires à la réglementation, il n'est pas attendu de sa part qu'elle instruisse le dossier pour le compte de l'Autorité des Marchés Financiers qui dispose de ses propres moyens d'investigation. Le caractère utile des mesures sollicitées n'est donc pas démontré »²⁵.

Il est difficile d'adhérer à un tel raisonnement. Le droit positif ne subordonne en effet jamais l'application de l'article 145 à l'inexistence d'un outil probatoire alternatif. En d'autres

termes, le fait qu'il existe le cas échéant d'autres façons de procéder pour démontrer le fait objet du futur procès au fond ne constitue pas un obstacle à l'application de l'article 145. En réalité, raisonner comme le fait ici la Cour d'appel de Toulouse implique *de facto* de condamner toute application de l'article 145 car il est pratiquement toujours possible d'affirmer que, quelle que soit la matière concernée, d'autres méthodes probatoires existent et sont susceptibles d'être mobilisées. Le juge du fond dispose par exemple toujours du droit d'ordonner une enquête ou une expertise, de procéder à des constatations personnelles ou encore de déférer à l'une des parties le serment d'office. Par ailleurs, refuser à un plaideur le droit de bénéficier d'une mesure d'instruction *in futurum* en spéculant sur le fait qu'une autorité administrative est susceptible de se mobiliser (ou non) implique de nier purement et simplement le droit à la preuve consacré par le droit positif. Comment peut-on en effet parvenir à susciter l'intérêt de l'AMF en lui présentant une thèse non étayée ?

Conclusion

La question qui constitue l'objet de cette étude appelle à notre avis une réponse nette : l'article 145 du CPC a acquis une place dans les contentieux relatifs aux offres publiques et doit la conserver. A défaut, deux conséquences dommageables en résulteraient. Le droit à la preuve, que la Cour de cassation a consacré de manière solennelle il y a désormais plus de dix ans, et qui concerne toutes les branches du droit privé, connaîtrait une forme de recul totalement injustifié en matière boursière. L'éviction de l'article 145 pourrait en outre favoriser, par une sorte d'effet de symétrie, le recours à l'article 28 U.S.C. § 1782 (et au juge américain) ou à d'autres textes perçus comme des alternatives à l'article 145, ce qui serait de nature à favoriser un déplacement vers l'étranger du centre de gravité des contentieux relatifs aux offres publiques. ■

24 GRENOBLE, 16 décembre 2021, n° 21/01380.

25 TOULOUSE, 7 avril 2026, n° 25/01706.

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, 1^{re} ch., 13 juillet 1988. « Holophane » : JCP 1988, II, 15337, obs. Th. Forsbach et CA Paris, 1^{re} 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.

CONTENTIEUX des SOCIÉTÉS COTÉES et des OFFRES PUBLIQUES

L'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques

Propos retranscrits de l'événement organisé le 23 juin 2026 par l'Association des Avocats en Droit Boursier

Avec la participation de...



Romain Delafont

Cabinet Ledouble, Directeur Général, Associé



Jonathan Nilly

Cabinet Ledouble, Associé



Olivier Cretté

Cabinet Ledouble, Associé

Par Louise Simon et Mathys Depeige

Avant propos de l'ADB - Créée en 2011 à l'initiative d'Euronext et de l'AMF, l'Association des Avocats en Droit Boursier (ADB) rassemble des professionnels spécialisés en droit des marchés financiers, qu'ils soient juristes ou avocats. À la fois lieu d'échange entre les différents acteurs de la Place et force de proposition, elle œuvre en faveur de l'attractivité, de la compétitivité et du développement des marchés financiers. Dans ce cadre, l'ADB a organisé, le 23 juin 2026 et avec le concours du cabinet Ledouble, une conférence consacrée à l'expertise indépendante. Cet événement, qui s'est tenu dans les locaux du cabinet d'avocats Winston Taylor, a réuni des praticiens afin d'échanger sur les enjeux actuels de cette mission essentielle à la protection des actionnaires, à la prévention des conflits d'intérêts et à la transparence des opérations de marché. Les interventions ont permis d'aborder le cadre juridique applicable, en particulier s'agissant de l'examen des accords connexes, ainsi que de dresser un état des lieux des offres publiques sur la période 2025 / S1 2026. Le texte ci-après restitue les principaux propos tenus lors de cette conférence.

I - Les contours de la mission de l'expert indépendant

1.1. Fondements de l'expertise indépendante

Lorsqu'une offre publique est susceptible de générer un conflit d'intérêts, ou de porter atteinte à l'égalité entre actionnaires ou porteurs des instruments financiers visés, la désignation d'un expert indépendant s'avère obligatoire. Son rapport, intégré à la note d'information en réponse de la société cible, ne se limite pas à remplir une simple formalité en ce qu'il sert simultanément trois publics, chacun y trouvant un usage distinct.

Aux administrateurs, d'abord, il offre les moyens d'apprécier les conditions financières de l'offre et in fine de rendre, en connaissance de cause, un avis motivé. Aux actionnaires minoritaires, ensuite, il apporte un éclairage précieux au moment de décider s'ils apportent ou non leurs titres à l'offre, ce qui est de nature à garantir leur capacité d'expression et à consolider leur protection. À l'AMF, enfin, il fournit un point d'appui pour apprécier la conformité du projet d'offre, en ce que le régulateur examine les conditions financières « [...] au

regard notamment du rapport de l'expert indépendant [...] » (art. 231-21 du Règlement général de l'AMF).

1.2. Opérations nécessitant la nomination de l'expert indépendant

L'article 261-1 du Règlement général de l'AMF recense la liste des situations dans lesquelles cette désignation devient obligatoire, selon qu'elles exposent à un conflit d'intérêts ou à une rupture d'égalité entre actionnaires.

Un risque de conflit d'intérêts se présume, par exemple, lorsque l'initiateur contrôlait la cible préalablement à l'offre ou lorsque les dirigeants de celle-ci ont conclu avec lui un accord de nature à compromettre leur indépendance.

Le risque de rupture d'égalité, plus protéiforme, couvre notamment le cas où l'actionnaire de contrôle n'apporte pas ses titres à une offre publique de rachat, l'existence d'opérations connexes susceptibles d'influer sur le prix ou la parité de l'offre, une opération libellée sur des instruments financiers hétérogènes, ou encore une rémunération en instruments financiers de l'initiateur autres que des actions. Le retrait obligatoire relève de la même logique. En dehors du champ

des offres publiques, l'article 261-2 du Règlement général de l'AMF étend cette obligation à l'augmentation de capital réservée assortie d'une décote supérieure aux seuils réglementaires et entraînant un changement de contrôle.

Mais l'expert indépendant n'intervient pas uniquement dans les cas de figure imposés par les textes. Sa désignation peut tout aussi bien résulter d'une initiative volontaire afin d'accroître les chances de succès de l'offre, de limiter les risques de contestation par un tiers, ou encore de réduire le risque de mise en cause de la responsabilité des administrateurs. À cet égard, comme le dispose l'article 261-3 du Règlement général de l'AMF, même en l'absence de conflit d'intérêts, « *Tout émetteur ou tout initiateur d'une offre publique d'acquisition peut désigner, dans les conditions prévues au III de l'article 261-1, un expert indépendant qui applique les dispositions du présent titre.* »

1.3. Désignation de l'expert indépendant

L'indépendance de l'expert n'est pas qu'une exigence de façade puisqu'elle conditionne la crédibilité même de son rapport. L'article 261-4 du Règlement général de l'AMF pose le principe d'une absence de conflit d'intérêts avec les parties à l'offre et leurs conseils, que l'Instruction 2006-08 vient préciser¹. Sont ainsi visés les liens juridiques ou capitalistiques avec les sociétés concernées par l'offre publique, ou leurs conseils, susceptibles d'altérer l'indépendance et de facto le jugement de l'expert, les missions d'évaluation ou de conseil qu'il aurait pu mener pour l'une des sociétés concernées au cours des dix-huit mois précédents, ou encore tout intérêt financier, direct ou indirect, dans l'issue de l'offre. À cela s'ajoute une exigence moins souvent commentée, mais non moins pertinente, à savoir la vigilance sur la répétition des mandats en présence d'un même établissement présentateur, qui pourrait, à force, produire les mêmes effets qu'un conflit d'intérêts caractérisé.

Cette indépendance se construit dès le processus de désignation. L'expert est choisi par l'organe social compétent (conseil d'administration, conseil de surveillance, ...), mais sur proposition d'un comité *ad hoc*, composé d'au moins trois membres, majoritairement indépendants, et dont la fonction est précisément de mettre l'organe social à distance des pressions que pourrait exercer l'initiateur ou le management. Lorsque la société ne parvient pas à réunir un tel comité, elle doit en informer l'AMF et lui soumettre l'identité de l'expert envisagé, charge au régulateur de s'assurer, a priori, de ses compétences et de son indépendance ; l'AMF conserve d'ailleurs un pouvoir d'opposition à la désignation de l'expert si elle estime ces garanties insuffisantes.

Reste la question du cadrage de la mission elle-même. L'AMF exige que l'expert soit désigné à l'issue d'un processus lui donnant une vision aussi précise que possible de ce qui l'attend ; exigence alors concrétisée, depuis la réforme réglementaire

de 2020, par l'envoi à l'expert, par la cible, d'une lettre de mission détaillant son périmètre, son fondement réglementaire et les conflits d'intérêts déjà identifiés. Cette lettre, qui n'a rien d'un simple document interne, est annexée au rapport d'expertise final, et devient ainsi un élément de transparence à part entière, offert à la lecture, notamment, des actionnaires et du régulateur.

1.4. Calendrier des offres publiques

La temporalité de l'offre publique obéit à une mécanique bien huilée, où l'expert indépendant doit trouver sa place sans en perturber le rythme. Tout commence en amont, dès la période de pré-offre, car c'est à ce stade que l'intention de déposer une offre est communiquée au marché, que le CSE rend son avis, et que l'expert indépendant, déjà désigné, entame ses travaux. L'ouverture formelle de la période d'offre intervient ensuite avec le dépôt conjoint du projet de note d'information et du projet de note en réponse qui intègre le rapport de l'expert. Suivent l'examen de conformité par l'AMF, l'octroi du visa, puis l'ouverture effective de l'offre.

Deux délais structurent ce calendrier. L'expert indépendant, d'abord, dispose d'un minimum de vingt jours de bourse à compter de la réception des informations clés pour mener à bien sa mission. Ce délai minimal de vingt jours n'est pas une simple recommandation de bonne pratique en ce qu'il découle directement de l'article 262-1, II du Règlement général de l'AMF, qui subordonne la durée de la mission à la complexité de l'opération et à la qualité de l'information transmise, et ce, sans jamais pouvoir descendre sous ce plancher. L'Instruction 2006-07 précise que la réception des documents que l'expert juge lui-même nécessaires à l'accomplissement de sa mission constitue le point de départ de ce délai². D'où la recommandation, rappelée par l'AMF, de désigner l'expert le plus tôt possible, dans la mesure où une désignation tardive risque de comprimer artificiellement le temps dont il dispose réellement pour travailler.

L'offre dite « de fermeture » i.e. déposée par un initiateur détenant déjà 50% du capital et des droits de vote de la cible, obéit à un calendrier resserré, qui reprend l'architecture de droit commun tout en la comprimant. La communication au marché de l'intention d'offre et la publication par l'AMF des principales dispositions du projet ouvrent la séquence, suivies du dépôt de la note en réponse incluant le rapport de l'expert indépendant, dans une fenêtre plus étroite, comprise entre J+15 et J+20 jours de bourse après le début de la période d'offre.

Cette célérité n'empêche pas l'AMF d'exercer pleinement son contrôle : elle conserve la faculté de solliciter toute information complémentaire sur le projet d'offre matérialisé dans la note d'information de l'initiateur comme sur la note d'information en réponse de la cible, une demande qui a pour effet de suspendre le délai d'instruction jusqu'à réception des

¹ AMF, Instruction, DOC-2006-08, consultable sur : https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2026-02/doc-2006-08_expertise-independante.pdf

² AMF, Instruction, DOC-2006-07, consultable sur : <https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2021-05/2006-07-avril-2021.pdf>

éléments demandés (art. 231-20 du Règlement général de l'AMF).

1.5. Rôle du comité *ad hoc* et de l'organe chargé de rendre un avis motivé

Suivi des travaux de l'expert et préparation d'un projet d'avis motivé

Le comité *ad hoc* instauré depuis la réforme réglementaire de 2020 ne recommande pas seulement le nom de l'expert à l'organe compétent en vue de sa désignation ; l'article 261-1, III du Règlement général de l'AMF lui confie également le suivi de ses travaux et la préparation d'un projet d'avis motivé, soumis ensuite au conseil (au sens de l'organe compétent). Cette évolution répond à une recommandation du groupe de travail sur le retrait obligatoire et l'expertise indépendante, dans le cadre de la réforme réglementaire de 2020, soucieux de consolider l'avis motivé comme pilier de la procédure³. L'article 231-19, 4° du Règlement général de l'AMF en précise désormais le contenu attendu. On retrouve à ce titre les diligences accomplies pour le préparer, l'intérêt de l'offre et ses conséquences pour la société, ses actionnaires et ses salariés, y compris, le cas échéant, les mesures susceptibles d'y faire échec, ainsi que les conditions dans lesquelles le vote a été obtenu. La Recommandation AMF 2006-15 invite par ailleurs à moduler ces diligences selon la taille et la complexité de l'opération⁴.

Diligences du comité *ad hoc* et de l'organe social compétent

L'AMF attend du comité *ad hoc*, et de l'organe qu'il éclaire, un accompagnement actif de la mission de l'expert. Le but est alors de choisir un expert dont la compétence, les moyens et la réputation sont adaptés, le désigner le plus tôt possible, valider le plan d'affaires, établi selon les procédures habituelles et remis à l'expert, évaluer avec lui le temps nécessaire à l'étude du dossier, veiller au bon déroulement de ses diligences et s'assurer de la qualité des informations qui lui sont fournies. En retour, l'expert tient le comité informé de l'avancement de ses travaux et des éventuelles difficultés rencontrées. C'est sur cette base, et notamment au vu de l'attestation d'équité conclusive du rapport, que le comité formule sa recommandation à l'organe de gouvernance.

Absence de pouvoir de représentation et de rôle décisionnel

Simple émanation de l'organe social compétent, le comité *ad hoc* n'a ni personnalité juridique ni pouvoir de représentation de la société dont les titres sont visés par l'offre, de sorte qu'en principe il ne peut agir directement auprès des tiers (AMF, actionnaires, initiateur), cette prérogative restant

l'apanage de l'organe compétent. Il peut cependant disposer, notamment dans le cas d'opérations de grande envergure, de conseils financiers ou/et juridiques propres ; lorsqu'il souhaite néanmoins recourir à des conseils dédiés, c'est là encore avec l'aval de la société cible.

1.6. Interactions avec les actionnaires minoritaires et l'AMF

Réponses aux observations et aux questions des actionnaires minoritaires

La refonte réglementaire de 2020 a élargi les canaux par lesquels les actionnaires peuvent s'exprimer sur les conditions de leur désengagement du capital de la société cible, qu'il s'agisse d'entretiens directs ou de correspondances adressées à l'AMF, à l'expert indépendant, voire à la cible et à l'initiateur. L'Instruction AMF 2006-07 prévoit ainsi une adresse email dédiée, permettant aux actionnaires de faire part de leurs observations sur un projet d'offre déposé ou annoncé, l'AMF les relayant, si nécessaire, à la cible et à l'expert⁵. Ce dernier est d'ailleurs tenu, aux termes de l'Instruction 2006-08, de consacrer un chapitre de son rapport aux principaux arguments ainsi soulevés, assorti de sa propre analyse⁶.

Interactions avec l'AMF

Les échanges entre l'expert et les services de l'AMF portent sur les points clés de l'opération et, le cas échéant, sur le contenu des courriers d'actionnaires reçus depuis l'annonce de l'offre. Une fois l'attestation d'équité signée, ils se resserrent généralement, durant la phase d'instruction, sur les hypothèses retenues par l'expert et son appréciation du caractère équitable de l'offre ; l'AMF peut, si des actionnaires se manifestent tardivement, demander un complément de rapport pour apporter au marché les précisions jugées utiles.

Pour apprécier la conformité de l'offre, l'AMF examine notamment l'information figurant dans les projets de note d'information et de note d'information en réponse, ainsi que, dans les cas visés à l'article 261-1, « les conditions financières de l'offre au regard notamment du rapport de l'expert indépendant et de l'avis motivé du conseil d'administration, du conseil de surveillance ou [...] de l'organe compétent » (art. 231-21 du Règlement général de l'AMF). Son visa, conformément à l'article L. 621-8-1 du Code monétaire et financier, sanctionne un document complet, compréhensible et cohérent.

3 AMF, Rapport du groupe de travail de l'AMF sur les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire et l'expertise indépendante dans le cadre offres publiques, consultable sur : https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/contenu_simple/rapport_etude_analyse/so-ciete_cote_operation_financiere/Rapport%20sur%20les%20conditions%20de%20mise%20en%20oeuvre%20du%20retrait%20obligatoire%20et%20l%27expertise%20ind%C3%A9pendante%20dans%20le%20cadre%20des%20offres%20publiques.pdf

4 AMF, Recommandation, n°2006-15, consultable sur : https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2026-02/doc-2006-15_expertise-independante-dans-le-cadre-dopera-tions-financieres.pdf

5 AMF, Instruction, DOC-2006-07, consultable sur : <https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2021-05/2006-07-avril-2021.pdf>

6 AMF, Instruction, DOC-2006-08, consultable sur : https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2026-02/doc-2006-08_expertise-independante.pdf

II - Focus sur l'analyse des accords et opérations connexes

2.1. Définition des accords et opérations connexes

Le sujet des accords et opérations connexes constitue un vaste champ de réflexion, en ce qu'aucune définition juridique ne vient véritablement les circonscrire. Seule l'AMF y apporte un ancrage textuel, à travers l'article 261-1, I, aux alinéas 2° et 4°, de son Règlement général.

L'alinéa 4° vise ainsi l'hypothèse dans laquelle il existe « *une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée* ». Cette définition demeure subjective, dans la mesure où elle suppose que la cible apprécie elle-même, en amont, le caractère significatif de cet impact pour déterminer s'il y a lieu de saisir l'expert indépendant à ce titre.

L'alinéa 2° du même article couvre pour sa part les accords conclus entre l'initiateur et les dirigeants de la cible (ou les personnes qui la contrôlent) susceptibles d'affecter leur indépendance.

La Recommandation AMF 2006-15, en son article 4, invite l'expert indépendant, lorsqu'il est saisi au titre de ces deux alinéas, à procéder à une revue critique des accords et opérations connexes identifiés, afin d'établir en quoi ceux-ci ne sont pas de nature à remettre en cause l'équité du projet d'offre⁷.

Sur le plan temporel enfin, ces accords et opérations peuvent être conclus antérieurement, concomitamment, ou encore postérieurement au dépôt de l'offre, ce qui contribue à la difficulté de leur appréhension d'ensemble et explique, pour partie, l'absence de définition unitaire.

2.2. Rôle de l'expert indépendant au titre des accords et opérations connexes

Une étude de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), consacrée aux accords et opérations connexes attachés aux offres publiques et actualisée à plusieurs reprises, permet de dégager plusieurs constats, tant sur la nécessité d'informer l'expert indépendant que sur l'étendue de son rôle.

S'agissant, d'abord, de la nécessité d'informer l'expert indépendant, l'absence de définition précise, ainsi que de concept général sur la nature de ces accords et opérations, est une source de difficulté récurrente pour cerner le périmètre exact de sa saisine. En théorie, l'expert indépendant n'est censé s'exprimer que sur les points relevant de sa saisine au titre du 2° et/ou du 4° de l'article 261-1, I du Règlement général de l'AMF, sans que cette saisine soit nécessairement corrélée à la manière dont l'initiateur et la cible ont eux-mêmes docu-

menté, ou non, l'existence de tels accords ou opérations dans leurs notes d'information respectives.

S'agissant, ensuite, du rôle de l'expert indépendant, celui-ci doit investiguer sur les éléments susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires minoritaires, au-delà du seul prix de l'offre. Deux situations doivent alors être distinguées. Lorsque l'expert est désigné au titre de l'alinéa 4° précité, il intervient à titre conservatoire : après revue des accords et opérations connexes, il peut être amené à conclure à l'absence d'incidence de ces derniers sur son appréciation de l'équité des termes de l'offre. Lorsqu'il n'est pas désigné à ce titre, il s'attache néanmoins à étudier ces opérations et, dans ce second cas, il peut être amené à confirmer, selon son propre jugement, l'absence d'incidence de ces accords et opérations sur son appréciation.

Sur la typologie de ces accords et opérations enfin, une difficulté de nature sémantique se pose quant à l'alinéa au titre duquel l'expert indépendant doit être désigné, le terme « opération connexe » recouvrant en pratique aussi bien des accords que des opérations, ce qui explique la fréquence des saisines conjointes au titre des 2° et 4° de l'article 261-1, I du Règlement général de l'AMF.

La fréquence de ces accords et opérations connexes n'a cessé de croître au fil du temps : alors qu'ils n'étaient identifiés que dans environ 40 % des offres publiques il y a une dizaine d'années, cette proportion est passée à environ trois quarts des offres au cours des quatre à cinq dernières années, avant d'atteindre 100 % des offres recensées en 2025.

2.3. Nomenclature des accords et opérations connexes

La pratique révèle une grande variété d'accords et d'opérations connexes, articulée schématiquement en une dizaine de catégories. On y retrouve, en premier lieu, les opérations de constitution de blocs : l'organisation d'un concert, au moyen de pactes d'actionnaires ou d'accords de concertation entre l'initiateur et d'autres parties prenantes à l'offre ; l'acquisition ou l'apport de blocs hors marché, par voie de cession ou d'apport de titres consentis par des actionnaires dirigeants de la cible ; l'acquisition de blocs sur le marché, préalablement à l'offre ; l'augmentation de capital de la cible réalisée au profit de l'initiateur ; ainsi que les engagements et intentions d'apports ou de cessions de titres par certains actionnaires de la cible.

S'y ajoutent les mécanismes destinés au renforcement de la participation de l'initiateur (promesses de vente et d'achat, renoncations ou apports à son profit), les clauses de complément de prix (rétrocessions, droits de suite, clauses de *earn-out*), les accords spécifiques conclus avec le management de la cible (management packages, accords opérationnels), ainsi que les opérations de réorganisation préalables ou postérieures à l'offre (cessions de filiales, opérations sur le capital, transformations juridiques).

⁷ AMF, Position-recommandation, n°2006-15, consultable sur : <https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2020-11/20100727-expertise-independante-dans-le-cadre-doperations-financieres.pdf>

L'on recense enfin les avances consenties à la cible ou à l'initiateur, les engagements de liquidité (notamment au profit des porteurs d'actions gratuites, d'options ou de bons de souscription d'actions), les mécanismes d'organisation de la gouvernance par voie de pactes d'associés, les clauses de réinvestissement des produits de cession, ainsi qu'une catégorie résiduelle regroupant divers engagements et accords, tels que les conventions de prestations de services conclues entre la cible et l'initiateur après la radiation des actions de la cible.

Cette diversité illustre la complexité croissante des montages associés aux offres publiques, et la nécessité, pour l'expert indépendant, d'en apprécier au cas par cas l'éventuelle incidence sur l'équité du prix offert aux actionnaires minoritaires en contrepartie de leur désengagement du capital de la cible.

III - Panorama des offres publiques 2025 / premier semestre 2026

3.1. Synthèse des offres publiques 2025

L'année 2025 se caractérise par un nombre d'offres publiques particulièrement bas (18 versus 37 en 2024), dans un contexte économique et géopolitique instable. Dans la continuité des années précédentes, ce sont les retraits de cote qui dominent le marché, la grande majorité des opérations recensées ayant été réalisées avec l'intention de retirer la société cible de la cote.

Cette prédominance des retraits obligatoires a un impact direct sur le niveau des primes offertes, celles-ci s'établissant en moyenne à 43 % du cours de bourse moyen pondéré par les volumes sur une période de trois mois avant l'annonce de l'offre, toutes opérations confondues. Les primes sont plus élevées lorsqu'un retrait obligatoire est envisagé, la perte d'opportunité de rester actionnaire de la société devant être prise en compte dans l'appréciation du caractère équitable du prix proposé. Dans une OPA classique, les actionnaires minoritaires conservent leur droit de participer à la création de valeur future et, le cas échéant, de bénéficier ultérieurement

d'une meilleure valorisation. Le retrait obligatoire modifie cette situation. Ils ne peuvent plus choisir de rester investis s'ils estiment que les perspectives de la société sont plus favorables que celles reflétées dans le prix offert.

D'autres facteurs viennent expliquer des niveaux de prime parfois plus élevés : les synergies attendues, s'agissant des initiateurs industriels, mais également le niveau des taux d'intérêt, des taux bas et une liquidité abondante incitant les acteurs financiers à consentir parfois des primes plus élevées que les industriels. Une différence de traitement se dessine également entre offres volontaires et offres obligatoires : dans le cas des offres volontaires, l'initiateur se montre en règle générale plus généreux, afin de maximiser les chances de succès de l'offre.

Enfin, l'année 2025 a été marquée par un allongement assez significatif du délai de traitement des offres par l'AMF, traduisant probablement, outre l'instabilité du contexte de marché, une complexité croissante des dossiers instruits, au regard notamment de la multiplication des accords et opérations connexes.

3.2. Tendances observées sur le premier semestre 2026

Le début de l'année 2026 s'inscrit dans la continuité de l'exercice précédent, sans reprise véritable du marché des offres publiques. Un léger frémissement des volumes traités est observé par rapport à 2025, mais celui-ci demeure limité et ne traduit pas, à ce stade, un rebond significatif de l'activité.

La tendance aux procédures de retrait obligatoire se poursuit en ce début d'année, la majorité des offres recensées visant l'objectif d'un retrait de la cible de la cote. Cette orientation confirme la lecture selon laquelle le marché parisien continue d'enregistrer un flux net négatif de sociétés cotées. Dans un contexte où le marché des introductions en bourse demeure lui aussi peu porteur, l'AMF a récemment réaffirmé la priorité donnée au soutien à l'attractivité de la Place de Paris. ■

Le conseil d'administration, pivot de la gouvernance des offres publiques

Auteur(s)



Jean-Christophe Devouge
Avocat à la Cour, Associé, Aurès



Kaïs Boussadia
Avocat à la Cour, Aurès

Les offres publiques ne se réduisent pas à de simples opérations de marché. La directive 2004/25/CE, dite « Directive OPA », les définit en effet comme des offres adressées aux détenteurs de titres d'une société dans le but d'en acquérir le contrôle ou faisant suite à son acquisition. Elles s'inscrivent ainsi dans le moment particulier où le pouvoir au sein d'une société cotée est susceptible d'être transféré. En complément des questions de prix, de transparence ou de bonne information du marché, naturellement cruciales, se pose également une autre question essentielle : celle du pouvoir social. Parce qu'elles organisent les conditions dans lesquelles le contrôle d'une société peut être acquis ou consolidé, les offres publiques constituent un terrain privilégié d'interaction entre le droit boursier et le droit des sociétés¹.

2. L'interaction entre les deux domaines est d'ailleurs consacrée par le droit positif lui-même. La Directive OPA, pour ne citer qu'un exemple, ne se limite pas à édicter des règles procédurales encadrant les offres : elle s'adresse directement aux organes sociaux, tout particulièrement à ceux de la société visée, en disposant notamment que « l'organe d'administration ou de direction de la société visée doit agir dans l'intérêt de la société dans son ensemble et ne peut pas refuser aux détenteurs de titres la possibilité de décider des mérites de l'offre »². Le droit boursier ne demeure donc pas extérieur au fonctionnement de la société : il investit, à l'occasion des offres publiques, le champ de la gouvernance des sociétés cotées, tout particulièrement celui de la cible d'une offre, en complétant les règles du droit des sociétés par des exigences propres à la conduite du processus décisionnel - et ses effets - de ses organes sociaux.

3. Présente pour toutes les offres³, cette « immixtion » du droit boursier dans la sphère sociale revêt une importance croissante dans le contexte actuel, marqué par la multipli-

cation des opérations de retrait de la cote⁴. Ces opérations conduisent fréquemment un actionnaire déjà en position de contrôle ou un initiateur tiers (généralement un fonds d'investissement) à proposer aux actionnaires de céder leurs titres, avec la perspective, en cas d'atteinte du seuil légal⁵, d'un retrait obligatoire. Elles présentent, à cet égard, une configuration particulière : les organes sociaux de la société visée peuvent être en effet amenés à se prononcer sur une opération initiée par un acteur susceptible d'exercer déjà une influence déterminante sur celle-ci ou avec lequel les dirigeants peuvent avoir conclu un accord⁶. Dans un tel contexte, les exigences d'indépendance du processus décisionnel et de prévention des conflits d'intérêts acquièrent une importance particulière, tant pour la protection des actionnaires minoritaires que pour la crédibilité de l'offre⁷.

4. Pour répondre à ces enjeux et légitimes préoccupations, le droit des offres mobilise un ensemble d'instruments de gouvernance – comité *ad hoc*, expert indépendant et avis motivé du conseil d'administration –, véritable « triptyque » destiné à garantir l'indépendance et la qualité de l'appréciation portée sur l'offre. Organisés autour du conseil d'administration, ces instruments poursuivent une même finalité : assurer que la décision de celui-ci procède d'une analyse objective, éclairée et conforme tant à l'intérêt social qu'à celui des actionnaires. La gouvernance, entendue comme le système par lequel une société est dirigée et contrôlée⁸, se trouve ainsi placée au cœur du régime des offres publiques. Cette dimension a d'ailleurs été renforcée par la loi Florange⁹ qui, en consacrant l'abandon du principe de neutralité du conseil, a confirmé le rôle actif de cet organe dans l'appréciation des offres.

1 Cette imbrication des deux disciplines explique également que les offres publiques soient, en pratique, principalement appréhendées par les avocats spécialisés en fusions-acquisitions, en coordination le cas échéant avec les équipes spécialisées en marchés de capitaux. Si les règles de marché structurent le déroulement de l'opération, son enjeu central demeure celui de l'acquisition ou du transfert du contrôle d'une société, ce qui confère naturellement une place prépondérante aux problématiques transactionnelles et de gouvernance.

2 Art. 3.1, c), Directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition.

3 Dans une moindre mesure lorsqu'une offre est initiée par l'émetteur lui-même, les organes sociaux n'étant plus appelés à se prononcer sur les mérites d'une offre présentée par un tiers, mais à mettre en œuvre une opération qu'ils ont eux-mêmes décidée (lors d'une offre publique de rachat d'actions (OPRA) par exemple).

4 En 2025, les retraits de cote ont représenté 71 % des offres déclarées conformes et finalisées au cours de l'année, contre 62 % en 2024, et 43 % il y a dix ans (2016), v. EY Parthenon, *Observatoire des opérations de marché 2025*, 17ème éd., févr. 2026, p. 12.

5 La loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises, dite « loi PACTE » a abaissé le seuil du retrait obligatoire de 95 % à 90 % du capital et des droits de vote. Cet assouplissement a été accompagné d'un renforcement des garanties procédurales applicables aux offres publiques concernant notamment la constitution d'un comité *ad hoc* et la désignation de l'expert indépendant (v. notamment Rapport du groupe de travail de l'AMF – Les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire et l'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques, septembre 2019).

6 Tel peut notamment être le cas lorsque l'actionnaire de contrôle initie une offre après avoir conclu avec les dirigeants ou certains actionnaires des accords relatifs à la cession de leurs blocs de titres, éventuellement assortis de mécanismes d'intéressement (« *management packages* ») destinés à aligner leurs intérêts sur ceux de l'initiateur ; v. par exemple l'offre d'EQT visant les actions Waga Energy.

7 On rappellera sur ce point les questions suscitées par la pratique qui a pu être critiquée des offres dites « en deux temps », v. sur ce point L. Boisseau, « *La multiplication des OPA en deux temps pose la question de la fixation des prix* », Les Échos, 14 févr. 2022.

8 Rapport Cadbury, 1992.

9 Loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle.

5. La mise en œuvre de ces mécanismes demeure toutefois confrontée à une double difficulté. La première tient à la pluralité des normes encadrant la gouvernance des sociétés cotées et à la répartition corrélatrice des compétences. Si l'Autorité des marchés financiers (AMF) exerce son contrôle sur le déroulement de l'offre publique et le respect des exigences propres au marché, sa mission ne s'étend, en principe, ni au fonctionnement interne des organes sociaux ni à l'appréciation des conflits d'intérêts susceptibles d'affecter leurs délibérations, ces questions relevant pour l'essentiel du droit des sociétés voire des standards issus de la *soft law*. La seconde tient au fait que la constitution d'un comité *ad hoc*, la désignation d'un expert indépendant ou l'adoption d'un avis motivé ne garantissent pas, à eux seuls, que le processus décisionnel ait effectivement permis une appréciation indépendante et approfondie de l'offre. Le risque existe ainsi de réduire ces mécanismes à une exigence de conformité procédurale, sans que soit nécessairement atteinte leur finalité première : assurer une décision véritablement éclairée et conforme à l'intérêt social et à celui des actionnaires.

6. L'articulation entre droit boursier et l'ensemble des normes qui structurent la gouvernance des sociétés cotées révèle ainsi une tension bien présente : si les offres publiques ont conduit le droit boursier à investir progressivement le champ de la gouvernance des sociétés cotées, les instruments qu'il mobilise demeurent largement dépendants des mécanismes internes du droit des sociétés ainsi que des standards de gouvernance qui complètent son encadrement. La question est dès lors de savoir si cette architecture permet d'assurer une gouvernance pleinement effective, garantie *sine qua non* de l'intégrité et de la robustesse des processus suivis.

7. C'est à cette interrogation que la présente étude se propose de répondre. Elle examinera, dans un premier temps, l'architecture actuelle du dispositif en mettant en lumière la place centrale reconnue au conseil d'administration en matière d'offre publique, mais également la fragmentation des contrôles qui entourent son intervention, entre droit des sociétés, droit boursier et normes de gouvernance (I). Elle s'attachera ensuite à apprécier les voies susceptibles d'en renforcer l'effectivité, qu'il s'agisse des leviers d'intervention indirects dont dispose l'AMF ou d'une évolution des mécanismes internes de gouvernance de la société cible (II).

I - Le conseil d'administration : un rôle central dans la réglementation des offres mais soumis à une supervision fragmentée

A. Le conseil d'administration, centre de gravité du processus décisionnel des offres publiques

8. Les offres publiques constituent un moment singulier de la vie d'une société cotée : elles organisent les conditions dans lesquelles son contrôle est susceptible d'être transféré et placent ainsi le conseil d'administration de la société visée au

cœur d'un processus qui dépasse la seule interposition entre l'initiateur et les actionnaires. Alors même que la décision ultime d'apporter leurs titres appartient aux actionnaires¹⁰, le droit des offres publiques a progressivement reconnu au conseil un rôle déterminant dans l'analyse, l'encadrement de l'opération et l'information donnée aux actionnaires.

9. Le droit des offres publiques a ainsi construit un ensemble de mécanismes destinés à garantir la qualité du processus décisionnel de la société visée. Empruntant largement au droit des sociétés, cette architecture repose principalement sur trois instruments complémentaires : le comité *ad hoc*, l'expert indépendant et l'avis motivé du conseil d'administration. Ces mécanismes poursuivent un objectif commun : permettre que la position exprimée par la société cible sur l'offre procède d'une analyse indépendante, éclairée et exempte de toute influence susceptible d'altérer l'exercice de jugement. Leur point de convergence est le conseil d'administration, qui constitue le lieu où doivent être examinées et conciliées, à l'occasion d'une opération de marché, les différentes considérations susceptibles d'affecter la société.

10. Le premier instrument de cette architecture est l'avis motivé du conseil d'administration. Prévu par le règlement général de l'AMF, il constitue l'expression formelle de la position de la société visée sur l'offre. Son contenu et les conditions de son élaboration sont précisés par l'instruction AMF DOC-2006-07, qui impose notamment au conseil de se prononcer sur l'intérêt de l'offre, ses conséquences pour la société, ses actionnaires et ses salariés. Les motivations ayant conduit le conseil d'administration à adopter sa position doivent par ailleurs être exposées et argumentées dans la note en réponse publiée par la cible, laquelle doit également présenter les éléments sur lesquels cet avis est fondé. En renforçant ainsi les exigences de motivation, l'AMF a entendu rompre avec une pratique jugée excessivement formaliste, marquée par le recours à des « *formulations quasi rituelles* »¹¹.

11. Si l'avis motivé ne lie pas les actionnaires, auxquels demeure la liberté de décider d'apporter ou non leurs titres, il participe directement à leur information et à la compréhension des enjeux de l'opération. Sa portée dépend dès lors moins de son existence formelle que des conditions dans lesquelles il a été préparé et adopté : c'est précisément pour sécuriser ce processus que le droit des offres publiques prévoit, lorsque les circonstances le justifient¹², l'intervention d'un expert indépendant et celle d'un comité *ad hoc*.

12. L'expert indépendant intervient afin d'apprécier les conditions financières de l'offre et d'éclairer le conseil sur son carac-

10 À l'exception des titres auto-détenus pour lesquels il revient au conseil d'administration de décider si oui ou non ils seront apportés à l'offre et, *in fine*, en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire.

11 Rapport du groupe de travail de l'AMF – Les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire et l'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques, septembre 2019 ; v. également C. Perchet et J.-C. Devouge, « *Expertise indépendante – Pression accrue sur les conseils d'administration* », JCP G, 21 oct. 2019, n° 43.

12 V. art. 261-1, I, RGAMF pour la désignation d'un expert indépendant et art. 261-1, III, RGAMF pour la constitution d'un comité *ad hoc*.

tère équitable¹³. Son rapport, annexé à la note en réponse de la société visée, constitue une garantie « d'objectivation » de l'analyse financière, notamment lorsque l'opération présente des caractéristiques susceptibles de faire naître des conflits d'intérêts ou que des accords connexes à l'offre sont de nature à modifier la perception du prix proposé.

13. En principe composé d'au moins trois membres et comportant une majorité de membres indépendants, le comité *ad hoc* occupe une place importante dans le dispositif d'expertise indépendante. Alors qu'auparavant l'AMF recommandait - seulement - la constitution « d'un comité d'administrateurs ou membres du conseil de surveillance indépendants pour assurer la supervision de la mission de l'expert indépendant » tout en laissant au seul conseil la tâche de choisir et désigner l'expert¹⁴, la réforme de 2020¹⁵ a consolidé le rôle attribué à ce comité en consacrant au niveau réglementaire sa compétence, notamment, en matière de proposition de l'expert indépendant en vue de sa désignation par le conseil¹⁶. Dépourvu formellement de tout pouvoir autonome de négociation, le comité *ad hoc* assure le suivi des travaux de l'expert et prépare le projet d'avis motivé appelé à être soumis au conseil d'administration¹⁷. La pratique montre cependant qu'il peut, dans certaines circonstances, adopter une attitude plus interventionniste. L'offre sur Believe (2024) en fournit une illustration, le comité ayant pris l'initiative de saisir directement l'AMF¹⁸.

14. Le rôle central du conseil n'est toutefois pas exempt de difficultés. Parce qu'il est l'organe chargé d'exprimer la position de la société cible, il est également celui dont l'indépendance et les conditions de délibération peuvent être interrogées lorsque l'opération fait naître des situations de conflits d'intérêts. C'est précisément cette centralité qui justifie la multiplication des mécanismes destinés à encadrer son intervention, tout en soulevant la question du contrôle de leur mise en œuvre.

B. Une pluralité de contrôles, sans véritable contrôle d'ensemble

15. La place centrale reconnue au conseil d'administration ne s'accompagne pas en effet d'un contrôle unifié de son intervention. La gouvernance des sociétés cotées repose en effet sur une pluralité de sources normatives et d'acteurs dont les champs d'intervention demeurent distincts.

16. Par définition, l'AMF exerce un contrôle essentiel sur la régularité de l'offre publique. Elle veille au respect des dispo-

sitions du règlement général et des principes fondamentaux du droit des offres, tels que la transparence, la loyauté de l'information et le libre jeu des offres et de leurs surenchères. Sa mission ne s'étend toutefois pas au contrôle des conditions dans lesquelles les organes sociaux délibèrent, lesquelles demeurent régies par les règles propres au droit des sociétés. Cette répartition des compétences procède de la nature même des intérêts protégés. Comme l'observe Alain Viandier, « le juge judiciaire est juge des comportements contraires au droit des sociétés et spécialement à l'intérêt social des entreprises concernées »¹⁹. Les irrégularités affectant les délibérations du conseil, y compris lorsqu'elles surviennent au cours d'une offre publique, relèvent ainsi du juge judiciaire et non de l'autorité de marché. Cette ligne de partage est aujourd'hui solidement établie par la jurisprudence. La Cour de cassation, à propos de l'offre sur APRR²⁰, puis la Cour d'appel de Paris dans les offres sur Altran²¹, EDF²² et, plus récemment, Tarkett, rappellent ainsi avec constance que le contrôle exercé par l'AMF « porte uniquement sur la conformité du projet d'offre publique aux dispositions législatives et réglementaires prévues aux articles L. 433-1 du CMF et au titre III du RGAMF »²³. Cette jurisprudence consacre ainsi une ligne de partage claire : l'AMF contrôle les conditions dans lesquelles l'offre est présentée au marché, tandis que le juge judiciaire demeure compétent pour apprécier les éventuelles irrégularités affectant le fonctionnement des organes sociaux.

17. Cette ligne de partage n'est pas sans conséquence sur le traitement contentieux des offres publiques. En distinguant les autorités compétentes selon la nature des règles invoquées, elle conduit à une dispersion des voies de recours. Les actions de droit commun demeurent ouvertes devant le juge judiciaire - notamment l'action à bref délai devant le Tribunal des activités économiques ou les procédures de référé - tandis que les décisions de conformité de l'AMF relèvent du contrôle de la Cour d'appel de Paris²⁴. L'OPAS menée par l'État sur EDF en fournit une illustration éclairante, les actionnaires minoritaires souhaitant faire échec à l'opération ayant, d'une part, contesté devant l'ancien Tribunal de commerce les conditions d'adoption de l'avis motivé et, d'autre part, formé un recours contre la décision de conformité rendue par l'AMF²⁵. Une même opération peut ainsi donner lieu à une pluralité de contentieux, juridiquement autonomes, portés devant des juridictions distinctes et soumis à des tem-

13 Art. 262-1, I, RGAMF.

14 Recommandation AMF DOC-2006-15 dans sa version applicable du 27 juillet 2010 au 9 février 2020.

15 Arrêté du 28 janvier 2020 portant homologation de modifications du règlement général de l'AMF, JORF n° 0032 du 7 févr. 2020, texte n° 27 (annexe 1).

16 Art. 261-1, III, RGAMF.

17 *Ibid.*

18 Communiqué de l'AMF du 22 mars 2024 rendant publique sa lettre adressée à la présidente du comité *ad hoc* de Believe.

19 A. Viandier, *OPA OPE et autres offres publiques*, 5ème éd., Éditions Francis Lefebvre, 2014, §243.

20 Cass. com., 21 janv. 2014, n° 12-29.475.

21 CA Paris, pôle 5 - ch. 7, 13 mars 2020, RG n° 19/189347.

22 CA Paris, pôle 5 - ch. 7, 2 mai 2023, RG n° 22/19729 (recours contre la décision de conformité de l'AMF dans le cadre de l'OPAS déposée par l'État).

23 CA Paris, pôle 5 - ch. 7, 20 nov. 2025, RG n° 25/10127 (Tarkett).

24 Les décisions de l'AMF peuvent faire l'objet d'un recours devant la Cour d'appel de Paris, dans un délai de dix jours à compter de leur publication, la juridiction devant statuer dans un délai de cinq mois (L. 621-30, al. 2, C. mon. fin., apport de la loi n° 2014-1662 du 30 décembre 2014 portant diverses dispositions d'adaptation de la législation au droit de l'Union européenne en matière économique et financière, art.10). De tels recours sont en principe non suspensifs.

25 V. également sur la possibilité d'une action devant les juridictions commerciales : F. Chevalier, « OPA sur EDF : conflit d'intérêts et avis motivé », BJS oct. 2023.

poralités différentes²⁶, sans véritable coordination. Cette dissociation soulève plusieurs interrogations. Que deviendrait par exemple une offre définitivement déclarée conforme si, postérieurement, le juge judiciaire annulait la délibération ayant adopté l'avis motivé ?

18. Ces hypothèses révèlent les difficultés d'articulation auxquelles conduit cette répartition des compétences, lesquelles sont accentuées par l'évolution même du droit des offres publiques. D'une part, l'instauration par le droit boursier des mécanismes décrits ci-avant et destinés à sécuriser le processus décisionnel s'est accompagnée d'une diversification des griefs susceptibles d'être invoqués. Chaque garde-fou devient ainsi, en retour, un objet potentiel de contestation, qu'il s'agisse de la composition du comité *ad hoc*, de l'indépendance de l'expert²⁷ ou encore des conditions d'élaboration de l'avis motivé, brouillant plus encore les frontières traditionnelles entre les différents champs de contrôle. D'autre part, la place croissante occupée par les normes de *soft law* accentue encore ce phénomène. Les recommandations du code AFEP-MEDEF occupent ainsi désormais une place essentielle dans l'appréciation de la qualité de la gouvernance des sociétés cotées et, en période d'offre, dans celle de la régularité du processus décisionnel. L'appréciation de l'indépendance des administrateurs en constitue l'exemple le plus significatif. Alors même que cette qualité conditionne la composition du comité *ad hoc* et, partant, la crédibilité du dispositif de protection, il n'est pas certain que l'AMF ou le juge judiciaire se reconnaissent compétents pour substituer leur appréciation à celle du conseil d'administration, cette qualification relevant traditionnellement de son pouvoir d'appréciation. Le Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise (HCGE), « *gardien de l'application du code AFEP-MEDEF* »²⁸, peut certes être conduit à intervenir, mais son rôle demeure toutefois limité²⁹, avec des conditions de saisines incertaines et des avis formellement dépourvus de caractère contraignant.

II - Renforcer l'effectivité du processus décisionnel : entre leviers indirects de l'AMF et évolution du comité *ad hoc*

A. Les leviers indirects d'intervention de l'AMF face aux difficultés de gouvernance

19. Le rôle précisément encadré de l'AMF, tel qu'exposé ci-avant, ne signifie pas pour autant que l'Autorité demeure étrangère aux difficultés susceptibles d'affecter la gouvernance de la société cible. Lorsque celles-ci sont susceptibles d'avoir une incidence sur le déroulement de l'offre ou sur

la qualité de l'information communiquée au marché, elles peuvent en effet être appréhendées à travers les principes qui gouvernent les offres publiques³⁰, sans que l'AMF ait à se prononcer sur leur qualification au regard du droit des sociétés. Le respect de ces principes constitue ainsi un fondement d'intervention propre, permettant à l'Autorité d'apprécier les conséquences de certaines situations de gouvernance sur le processus d'offre, sans contrôler la régularité des délibérations du conseil d'administration ni trancher les questions relevant du fonctionnement interne des organes sociaux. Lorsque de telles circonstances sont susceptibles d'affecter la transparence de l'information, la loyauté du processus ou le libre jeu des offres, elles peuvent néanmoins être prises en considération dans l'exercice de son contrôle. L'AMF n'apprécie donc pas la gouvernance en elle-même, mais l'incidence que ses éventuelles défaillances peuvent avoir sur l'intégrité du processus d'offre.

20. Cette approche, qui préserve la frontière entre contrôle de la gouvernance et contrôle de conformité de l'offre, se retrouve dans plusieurs décisions récentes. Celles-ci montrent que l'AMF peut, sans étendre sa compétence et son office, appréhender les effets qu'une situation de gouvernance est susceptible de produire sur l'équilibre de l'opération.

21. L'offre d'Altice sur SFR (2016)³¹ en fournit une première illustration. Saisie du projet d'offre publique d'échange simplifiée visant les actions SFR Group, l'AMF a relevé, après avoir pris connaissance notamment des observations d'actionnaires minoritaires, que l'initiateur indiquait envisager, lors du dépôt du projet d'offre, la mise en place, par une convention, d'une rémunération du « *modèle Altice* » auprès de SFR Group et des principales filiales opérationnelles du groupe, dont les conditions et les modalités étaient encore à l'étude au moment du dépôt du projet d'offre. L'expert indépendant relevait ainsi dans son rapport qu'« *en l'absence d'information précise sur les modalités de calcul de la rémunération qui serait due par SFR Group* », il n'était pas en mesure de l'intégrer dans ses travaux et que ses conclusions en faisaient donc « *totalement abstraction* »³². L'AMF, considérant que les objectifs et intentions de l'initiateur faisaient

26 Y. Piette, « Temps judiciaire et temps boursier, une histoire de contretemps », RDBF, 1er mai 2015, n° 3 : « Temps des opérations boursières, temps des recours judiciaires et temps des décisions de la cour d'appel de Paris, voilà trois temps qui – au contraire de la chanson de Jacques Brel – ont eu du mal à valser récemment. ».

27 V. par exemple pour un exemple récent : CA Paris, pôle 5 – ch. 7, 20 nov. 2025, RG n° 25/10127 (Tarkett).

28 O. De Brosses, « L'agenda législatif sur la gouvernance d'entreprise soutenable : le point de vue des entreprises de l'Afep », Revue internationale de droit économique, 2021, p. 109-117.

29 Sur le rôle du HCGE, v. notamment L.-M. Savatier, « La régulation de la gouvernance d'entreprise par l'AMF », Rev. Sociétés 2026, p. 203.

30 V. AMF, Précisions sur le rôle de l'Autorité des marchés financiers dans le cadre de l'offre publique initiée par Veolia sur Suez, 18 mai 2022 : « En droit français, une société dont les titres font l'objet d'une offre publique peut mettre en œuvre un très large éventail de mesures défensives, y compris des mesures susceptibles de faire échouer l'offre. Aussi étendu qu'il soit, le droit pour une société de se défendre contre une offre publique non sollicitée n'est toutefois pas absolu. Au-delà du respect de l'intérêt social, la société visée doit, comme l'initiateur, respecter certains principes fondamentaux organisant et régissant la procédure d'offre publique. [...] Les principes directeurs des offres publiques ont été consacrés par la jurisprudence, qui leur a donné une autonomie et les a approfondis, généralisés et amplifiés. La cour d'appel de Paris, qui possède une compétence de droit commun en matière d'offres publiques sous le contrôle de la Cour de cassation, a ainsi consacré depuis longtemps la portée générale et impérative de ces principes. C'est le cas notamment des principes de transparence et de libre jeu des offres et des surenchères, qui doivent présider aux déroulements des offres publiques, et du principe d'égalité et de loyauté dans la compétition [...] L'effectivité de ces principes est fermement assurée par la cour d'appel de Paris, ainsi que le rôle dévolu à l'AMF en la matière [...] » (soulignements ajoutés).

31 AMF, 5 oct. 2016, déc. n° 216C2262.

32 SFR Group, Projet de note en réponse, 5 sept. 2016, p. 57 – Extrait de la conclusion du rapport de l'expert indépendant : « Dans le projet de note d'offre, nous avons relevé l'intention de l'initiateur de mettre en place d'ici fin 2016 un « contrat de franchise » entre Altice et SFR Group au titre de la rémunération du « modèle Altice » dont bénéficie SFR Group. Compte tenu de son impact éventuel sur la valeur des deux sociétés concernées, cet élément contextuel de l'Offre sera probablement intégré par l'actionnaire minoritaire de SFR Group dans son analyse de l'Offre. Pour notre part, en l'absence d'information précise sur les modalités de calcul de la rémunération qui serait due par SFR Group, nous n'avons pas été en mesure d'intégrer le projet de contrat de franchise dans nos travaux. De ce fait, les conclusions qui suivent en font totalement abstraction. ».

état d'un projet de contrat de rémunération dont la mise en œuvre et les modalités demeuraient imprécises, dont l'impact pouvait être négatif et potentiellement significatif sur la détermination des fourchettes de parité et devait être pris en compte par les actionnaires dans leur analyse de l'offre, en a déduit que l'information mise à la disposition du marché ne pouvait être regardée comme « *complète, compréhensible et cohérente au sens des dispositions de l'article L. 621-8-1 du code monétaire et financier* »³³, justifiant une décision de non-conformité sur le fondement de l'article 231-23 du règlement général de l'AMF. Cette décision est d'autant plus remarquable que le conseil d'administration de SFR avait adopté, à l'unanimité, un avis motivé favorable à l'offre, après avoir entendu les conclusions de l'expert indépendant et du conseil financier³⁴. Sans remettre en cause la régularité de cette délibération, l'AMF a néanmoins considéré que les conditions d'information du marché faisaient obstacle à la poursuite de l'opération.

22. Le communiqué publié dans l'affaire Veolia/Suez procède d'une logique comparable³⁵. Dans ce dossier, l'AMF a été amenée à examiner non la régularité des décisions prises par les organes sociaux de Suez, ni l'opportunité des mesures de défense adoptées, mais leurs effets sur les conditions de la compétition entre acquéreurs et sur l'information délivrée au marché. Elle a ainsi considéré que la combinaison de plusieurs mesures, associée à une communication insuffisamment précise sur les caractéristiques de l'offre envisagée, était susceptible d'altérer les conditions d'une compétition loyale entre acquéreurs. L'intervention de l'AMF s'est donc inscrite sur le terrain des principes directeurs des offres publiques, en particulier ceux relatifs au libre jeu des offres et de leurs surenchères, à la transparence, à l'intégrité du marché et à la loyauté dans les transactions et la compétition³⁶.

23. Plus récemment, l'affaire Believe a confirmé cette capacité d'appréciation contextualisée. Saisie par le comité *ad hoc* à la suite de la manifestation d'intérêt d'un acquéreur concurrent, l'AMF n'a pas eu à se prononcer sur le fonctionnement de ce comité ni sur la régularité du processus décisionnel interne à la société. Elle a en revanche examiné les conséquences de cette situation au regard des principes de loyauté, de transparence et de libre jeu des offres et de leurs surenchères³⁷.

24. Ces épisodes révèlent que le contrôle de conformité opéré

par l'AMF peut, selon les circonstances, appréhender indirectement les effets, au regard du droit boursier, de certaines situations de gouvernance, sans que le régulateur ait pour autant à apprécier la régularité de la gouvernance elle-même.

B. Renforcer le rôle du comité *ad hoc* dans le processus décisionnel

25. Si le cadre actuel permet à l'AMF de disposer de certains leviers d'intervention indirects³⁸, l'enjeu peut également être recherché dans les mécanismes de gouvernance eux-mêmes, qui demeurent le principal instrument de prévention des conflits d'intérêts au sein de la société cible. Il ne s'agit donc pas tant d'étendre le contrôle externe de l'offre que de renforcer, en amont, la capacité des organes sociaux à conduire un processus décisionnel véritablement indépendant et substantiel, au-delà du respect des seules exigences formelles.

26. À cet égard, le modèle du *special committee* américain constitue une référence utile, non en ce qu'il appellerait une transposition mécanique, mais parce qu'il repose sur une conception différente du rôle de l'organe chargé d'apprécier l'opération. Le comité *ad hoc* français s'en inspire partiellement : consacré par le règlement général de l'AMF, il occupe désormais une place importante dans le processus de gouvernance des offres publiques, voyant même son recours parfois étendu, à titre volontaire, à toute autre opération ou événement significatif. Son rôle en matière d'offres demeure toutefois principalement centré sur la supervision des travaux de l'expert indépendant et la préparation de l'avis motivé du conseil, sans lui conférer de véritable compétence dans la structuration ou la négociation de l'opération.

27. Dans la pratique américaine, notamment au sein des sociétés constituées dans l'État du Delaware, le *special committee* intervient selon une logique sensiblement différente. En présence d'une situation de conflit d'intérêts, il est généralement recommandé qu'il soit constitué dès les premiers stades de l'opération, avant toute négociation substantielle, qu'il soit composé de membres indépendants et qu'il dispose d'un mandat suffisamment large pour conduire lui-même le processus. Il bénéficie à ce titre, en pratique, de ses propres conseils financiers et juridiques, d'un accès complet à l'information pertinente et, surtout, d'un véritable pouvoir de négociation, pouvant aller jusqu'au rejet de l'opération envisagée³⁹. Sa fonction ne consiste donc pas seulement à éclairer une décision déjà structurée, mais à créer les conditions d'une négociation équilibrée destinée à préserver au mieux les intérêts des actionnaires.

33 AMF, 5 oct. 2016, déc. n° 216C2262.

34 Comme le relève par ailleurs la Cour d'appel de Paris dans sa décision rejetant le recours formé par Altice contre la décision de non-conformité de l'AMF (CA Paris, pôle 5 – ch. 7, 14 mars 2017, n° 16/20478) : « La société SFR a déposé le 5 septembre 2016 sa note en réponse, laquelle reproduisait l'avis motivé de son conseil d'administration qui, « estim[ant] que le projet d'offre correspond[ait] à l'intérêt de la société, de ses actionnaires et de ses salariés », avait, à l'unanimité de ses membres, recommandé aux actionnaires d'apporter leurs titres à cette offre. Cet avis a été rendu au vu, notamment, du rapport sur les conditions financières de l'offre établi par le cabinet Accruracy, désigné le 5 août précédent en qualité d'expert indépendant conformément aux dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, et des travaux du cabinet Perella Weinberg Partners, chargé en tant que conseil financier d'analyser la parité d'échange. ».

35 AMF, Précisions sur le rôle de l'Autorité des marchés financiers dans le cadre de l'offre publique initiée par Veolia sur Suez, 18 mai 2022.

36 *Ibid.*, v. plus précisément les explications de l'AMF relatives aux différentes mesures prises et annoncées par Suez et le consortium Ardian-GIP.

37 Lettre de l'AMF adressée à la présidente du comité *ad hoc* de Believe, 22 mars 2024.

38 V. également F. Chevalier, « OPA sur EDF : conflit d'intérêts et avis motivé », BJS oct. 2023 sur le pouvoir théorique dont disposerait l'AMF pour « [...] contraindre indirectement la société cible à organiser la tenue d'une nouvelle réunion de son organe de gouvernance, si elle estime que des informations sont manquantes ou si l'avis motivé est entaché d'irrégularités qui doivent être corrigées pour que la décision de conformité puisse être rendue. ».

39 A. R. Brownstein et al., *Use of Special Committees in Conflict Transactions*, M&A Journal, août 2019 ; F. J. Aquila, *Forming a Special Committee to Evaluate a Controlling Shareholder Transaction*, Practical Law, oct./nov. 2021 ; v. Kahn v. M&F Worldwide Corp. (Del. Mar. 14, 2014) sur les caractéristiques et pouvoirs d'un *special committee* ; v. City of Dearborn Police and Fire Revised Retirement System v. Brookfield Asset Management Inc., (Del. Mar. 25, 2024) pour un exemple en lien avec l'indépendance du *special committee*, plus précisément avec la disclosure des liens entre le *special committee* et son conseil financier.

28. Cette approche repose ainsi sur une philosophie différente de celle qui prévaut actuellement en droit français. Le comité *ad hoc* américain intervient comme un véritable acteur de la négociation, tandis que le comité français demeure principalement un organe d'examen et de recommandation. La différence ne tient donc pas uniquement aux prérogatives reconnues au comité, mais également au moment auquel il intervient dans le processus décisionnel : là où le premier participe à la construction de l'opération, le second intervient souvent une fois ses principaux paramètres économiques déjà arrêtés.

29. Une évolution pourrait dès lors consister à repenser plus largement la place du comité *ad hoc* dans le déroulement des offres publiques. Son intervention pourrait être envisagée dès la réception d'une approche suffisamment sérieuse, afin qu'il soit associé à la structuration de l'opération et non uniquement chargé d'en apprécier les caractéristiques une fois celles-ci définies. Cette évolution pourrait s'accompagner d'un renforcement de ses prérogatives, notamment par la

reconnaissance d'un rôle plus actif dans les discussions avec l'initiateur, la possibilité de recourir à des conseils financiers et juridiques indépendants ainsi qu'une réflexion renouvelée sur les modalités d'appréciation de l'indépendance de ses membres. Cette réflexion ne saurait toutefois se limiter à la seule composition du comité. L'effectivité de son intervention suppose également que les administrateurs disposent d'une compréhension suffisante des enjeux propres aux opérations de rapprochement et de restructuration, afin d'être en mesure d'exercer un véritable jugement critique sur l'opération qui leur est soumise. Une meilleure sensibilisation aux problématiques de fusions-acquisitions pourrait ainsi constituer un complément nécessaire au renforcement des exigences d'indépendance, en permettant de faire du comité *ad hoc* un véritable acteur du processus décisionnel plutôt qu'un simple garant de sa régularité formelle. L'affaire Believe a d'ailleurs montré qu'un comité *ad hoc*, même dans le cadre actuel, peut constituer un acteur susceptible d'influer concrètement sur le déroulement d'une offre lorsqu'il assume pleinement sa mission. ■

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

18 CJUE, 10e 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. ■

Actualité jurisprudentielle de l'action de concert

Auteur(s)



Frank Martin Laprade

Professeur attaché à l'Université de Paris-Saclay, Avocat au barreau de Paris

Il y a vingt ans, nous appelions (déjà) de nos vœux l'adoption – par le droit commun des sociétés – de la notion (originellement) « boursière » d'action de concert¹, misant sur le fait que toutes les sociétés peuvent faire l'objet d'un contrôle conjoint², y compris celles qui ne sont pas cotées.

Si la référence au « contrôle conjoint » est à l'origine de nombreuses jurisprudences, dans des domaines aussi variés que l'application des règles en matière d'auto-contrôle³ ou le droit fiscal⁴ (Amendement Charasse), force est de constater qu'en revanche l'action de concert peine encore à être admise par le juge judiciaire en dehors du contentieux boursier⁵.

En dernier lieu, une ordonnance de mise en état a certes considéré – dans un premier temps – que « les obligations visées par le texte [de l'article L. 233-10 du code de commerce] ont trait au respect des obligations édictées par le droit des sociétés et le droit boursier. Elles résultent d'articles à portée générale et impersonnelles imposant des obligations aux « concertistes » dans les domaines des cessions et de l'exercice des droits de vote »⁶ ce qui semblait aller dans le bon sens...

Toutefois, le magistrat a (malheureusement) écarté le droit des sociétés – dans un second temps – en limitant la portée du texte : « c'est-à-dire la vérification des seuils déclenchant l'obligation d'information, la détermination des personnes débitrices de cette information et l'obligation de mise en œuvre des procédures d'offres publiques »⁷, négligeant du même coup le rôle de l'article L. 233-10-1 du code de commerce⁸ qui est – quant à lui – propre aux offres publiques d'ac-

quisition (OPA).

Puis, relevant que « Les dispositions des articles L. 225-17 et suivants du code de commerce (sic) ne sont pas visées par l'article L. 233-10 paragraphe III »⁹ – alors que ce texte ne vise aucune disposition en particulier, si bien qu'on ne peut rien tirer d'une telle observation – le conseiller de la mise en état a décidé que « les textes relatifs à la notion d'action de concert n'ont pas vocation à nier le principe d'autonomie juridique des sociétés du groupe aux fins d'engager la responsabilité de la société mère ou encore grand-mère pour des fautes de sa filiale ou sous-filiale »¹⁰.

Ce faisant, la cour d'appel de Paris a pris une position de principe – particulièrement contestable dans la perspective d'un contentieux boursier aux termes duquel des actionnaires minoritaires rassemblés au sein d'une « action collective » (*class action*)¹¹ réclameraient des dommages et intérêts à l'ensemble des « concertistes » impliqués dans un défaut de déclaration de franchissement de seuil ou d'OPA obligatoire ayant causé un préjudice¹².

Ce positionnement va bien au-delà de la conclusion qui en a été tirée en l'espèce, à savoir que « la solidarité définie par l'article L. 233-10 précité n'a donc pas vocation à s'appliquer à la responsabilité délictuelle invoquée par un tiers pour une violation alléguée des dispositions de l'article L. 225-150 du code de commerce »¹³, alors que ce texte porte – notamment – sur la suspension (automatique) des droits de vote attachés à des actions dont l'émission serait irrégulière et ce jusqu'à régularisation, ce qui pouvait par conséquent sembler (précisément) relever du domaine de l'action de concert, tel que la cour l'avait elle-même exposé ?

Cette analyse nous semble toutefois procéder d'une erreur – voire d'une confusion – quant à la portée des dispositions de

1 Frank MARTIN LAPRADE, Concert et Contrôle, Plaidoyer en faveur d'une reconnaissance de l'action de concert par le droit commun des sociétés, Thèse Université de Paris Sud (11) – Éditions Joly (2007)

2 Art. L 233-3 C. com. : « III.-Pour l'application des mêmes sections du présent chapitre, deux ou plusieurs personnes agissant de concert sont considérées comme en contrôlant conjointement une autre lorsqu'elles déterminent en fait les décisions prises en assemblée générale. »

3 F. Martin Laprade, Lorsque le droit des sociétés s'empare de l'action de concert, note sous TC Nancy 23 décembre 2008 Revue des Sociétés, Mai-Juin 2009 ; Fraude ou concert, face à l'un gagne, pile l'autre perd, Note sous CA Nancy 17 juin 2009, Revue des Sociétés n°4, Novembre 2009, p. 790 ; Affaire Est Républicain : l'auto-contrôle conjoint, une idée neuve qu'il faut encore creuser, Note sous Cass. Com. 29 juin 2010, Revue des Sociétés n°8, Octobre 2010, p. 446

4 CE, 15 mars 2019, n°412155 (BJS, sept. 2019) ; CE, 6 décembre 2021, n°439650 (Gaz. Pal. 15 mars 2022) ; CE, 13 juillet 2023, n°460743

5 Frank MARTIN LAPRADE, Contentieux Boursier : Aspects procéduraux, Répertoire de Droit des Sociétés, Encyclopédie Dalloz

6 CA Paris, ch. 5-9, 12 février 2026, RG n°21/19233 (affaire dans laquelle est intervenu l'auteur)

7 CA Paris, ch. 5-9, 12 février 2026, RG n°21/19233 (affaire dans laquelle est intervenu l'auteur)

8 Art. L 233-10-1 C. com. : « En cas d'offre publique d'acquisition, sont considérées comme agissant de concert les 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. Sont également considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord avec la société qui fait l'objet de l'offre afin de faire échouer cette offre »

9 CA Paris, ch. 5-9, 12 février 2026, RG n°21/19233 (affaire dans laquelle est intervenu l'auteur)

10 CA Paris, ch. 5-9, 12 février 2026, RG n°21/19233 (affaire dans laquelle est intervenu l'auteur)

11 Frank MARTIN LAPRADE, Décryptage : encore une occasion manquée pour les actions de groupe en droit boursier ? Option Finance Droit des Affaires – 7 mai 2025

12 Frank MARTIN LAPRADE, Affaire EEM : pas d'injonction judiciaire pour déposer une OPA, mais privation totale de droits de vote, Note sous CA Paris, Pôle 5, ch. 9, 28 mai 2025, n°23/18691, Revue des sociétés, sept. 2025

13 Art. L 225-150 C. com. : « Les droits de vote et les droits à dividende des actions ou coupures d'actions émises en violation de la présente sous-section sont suspendus jusqu'à régularisation de la situation. Tout vote émis ou tout versement de dividende effectué pendant la suspension est nul. »

Le paragraphe I se présente comme l'illustration d'une forme d'action de concert – sans doute la plus connue, au point d'absorber toutes les autres dans l'inconscient collectif – qui correspond à celle qui justifie l'assimilation des participations des concertistes pour déterminer l'assiette des obligations déclaratives en matière de franchissements de seuils¹⁵.

Le paragraphe II a une vertu (essentiellement) probatoire, puisqu'il contient une liste (limitative) de cas dans lesquels un « accord » - potentiellement constitutif d'une action de concert, même s'il n'est pas toujours suffisant face aux comportements effectifs¹⁶, puisque le législateur français n'a pas voulu qu'il soit (nécessairement) « contraignant » - est présumé, alors qu'en réalité cela dispense le juge d'avoir à le caractériser chez des « concertistes » dont il n'est pas certain que la volonté soit (totalement) libre...

Le paragraphe III est (probablement) l'élément le plus important, car il pose le principe selon lequel les membres d'une action de concert – à prendre au sens large – sont considérés (en droit) comme les membres d'un « groupe » (peu important que celui-ci ne soit pas pourvu de la personnalité juridique) et par conséquent tenus pour (solidairement) responsables de leurs actes.

Si les paragraphes I et le II sont (historiquement) marqués par le droit boursier, en particulier par les dispositions relatives aux franchissements de seuils, le paragraphe III en revanche pourrait bien servir de trait d'union à toutes les formes d'actions de concert – par exemple celle qui est mentionnée par l'article L. 233-10-1 du code de commerce « *en cas d'offre publique d'acquisition* » (OPA) – y compris pour un juge de l'évidence saisi d'une demande de mesure d'instruction *in futurum* fondée sur l'article 145 du code de procédure civile¹⁷.

Le plus étonnant est d'observer que le contentieux boursier est lui-même aux prises avec les mêmes errements, ce qui invite (naturellement) la doctrine à creuser davantage la question des rôles respectifs de chacun des trois paragraphes de l'article L. 233-10 du code de commerce, sachant que l'AMF est la première à passer de l'un à l'autre au gré des conséquences

qu'elle désire en tirer, confirmant par là-même la plasticité – et donc l'intérêt majeur – de la notion d'action de concert.

I. Paragraphe I de l'article L. 233-10

En ce qui concerne le paragraphe I, la commission des sanctions de l'AMF – approuvée en cela par le Conseil d'Etat – s'est ainsi essayée à étendre la définition de « *politique commune vis-à-vis de la société* » pour tenter d'y englober « *la gestion des participations* »¹⁸ individuelles – indépendamment de toute volonté d'exercer les droits de vote correspondants – afin de qualifier de « concertistes » plusieurs actionnaires minoritaires qui s'étaient (opportunément) renforcés au capital d'une société cible d'une OPA, afin de faire obstacle au « retrait obligatoire » (RO) qui se traduirait par leur EXPROPRIATION.

Considérant – à tort selon nous¹⁹ – que le maintien de la cotation relevait de la gestion d'une société (alors que la radiation résulte automatiquement de la présence d'un actionnaire unique²⁰, sans que la direction générale de la cible ait son mot à dire...), le juge administratif a (ensuite) validé cette approche « prétorienne » qui a permis à l'AMF de sanctionner la société de gestion du fonds commun de placement (FCP) détenant les actions qui ont été assimilées à celles des personnes morales composant le « groupe » animé par la personne physique (implicitement) regardée comme le « chef d'orchestre » du soi-disant « concert » anti-RO.

En pratique, les notifications de griefs indiquaient (initialement) qu'à compter du 22 mars 2019 au plus tard, cette personne physique (M. Burrus) pouvait avoir organisé une action de concert « impliquant dans un premier temps le fonds Dôm Performance Active, représenté par la société de gestion Dôm Finance » et qu'à partir du 3 juillet 2019, ce concert – ayant pour membre le FCP – aurait été élargi aux sociétés du groupe AFI ESCA dont M Burrus avait également le contrôle²¹.

Ainsi donc, il apparaît (clairement) qu'au départ, c'est le FCP – défini par le droit français comme une « *entité* » juridique dépourvue de personnalité juridique – qui était supposé faire partie d'une « action de concert » avec M Burrus (actionnaire de contrôle de sa société de gestion) justifiant que « ses » actions et droits de vote soient assimilés à ceux des autres concertistes, en application de l'article L. 233-9 du code de commerce²².

14 Art. L. 233-10 C. com. : « I.-Sont considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord en vue d'acquiescer, de céder ou d'exercer des droits de vote, pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société ou pour obtenir le contrôle de cette société. / II.-Un tel accord est présumé exister : / 1° Entre une société, le président de son conseil d'administration et ses directeurs généraux ou les membres de son directoire ou ses gérants ; / 2° Entre une société et les sociétés qu'elle contrôle au sens de l'article L. 233-3 ; / 3° Entre des sociétés contrôlées par la même ou les mêmes personnes ; / 4° Entre les associés d'une société par actions simplifiée à l'égard des sociétés que celle-ci contrôle ; / 5° Entre le fiduciaire et le bénéficiaire d'un contrat de fiducie, si ce bénéficiaire est le constituant. / III.-Les personnes agissant de concert sont tenues solidairement aux obligations qui leur sont faites par les lois et règlements. »

15 Frank MARTIN LAPRADE, Franchissements de seuils, Juri-dictionnaire Droit de la Bourse, Editions Joly

16 Avis CMF n°198C1041 du 13 nov. 1998 ; J.-J. Daigre, De l'action de concert après la décision du CMF du 13 nov. 1998, JCP 1999, I. 122 ; S. Robineau, La disparition de l'accord du concert (Note sous communiqué CMF du 13 nov. 1998, Bouygues), Dr. sociétés, mars 1999, n°6, p. 8

17 TAE Paris, référé, 26 février 2025, n°J2024000543 : « s'agissant des dirigeants de Pherecydes et des actionnaires concertistes, dont Auriga Partners, représentée par Monsieur [T] [Z], et Elaia Partners, représentée par Monsieur [D] [E], l'action envisageable, si les opérations de constat permettent de confirmer les soupçons d'arrangements occultes [...], est l'action en responsabilité délictuelle de droit commun visée aux dispositions de l'article 1240 du Code civil »

18 CA Paris, ch. 5-7, 31 mars 2016, n°2015/12351

19 F Martin Laprade, Lorsque le Conseil d'Etat s'improvise « expert » en droit boursier... note sous CE 29 mai 2024, Avis d'expert - Finascope.fr – 19 juin 2024

20 F Martin Laprade, Radiation : état des lieux après 20 ans de réformes boursières, Bull. Joly Bourse n°12 (Numéro Spécial Vingtième Anniversaire) - Décembre 2012, p. 571

21 <https://www.amf-france.org/fr/sanctions-transactions/decisions-de-la-commission-des-sanctions/san-2022-09> (§10)

22 Article L. 233-9 du code de commerce : « I.- Sont assimilés aux actions ou aux droits de vote mentionnés au I de l'article L. 233-7 : [...] 3° Les actions ou les droits de vote possédés par un tiers avec qui cette personne agit de concert »

Mais si la version initiale de la directive Transparence²³ permettait d'imposer des obligations déclaratives en matière de franchissement de seuil à toutes les « **entités** » juridiques, sa version actuelle ne vise plus que les seuls « **détenteurs d'actions** » disposant de la personnalité juridique²⁴, ce qui n'était donc pas le cas du FCP, sachant que ce dernier ne pouvait pas – non plus – agir de concert avec des personnes physiques (M Burrus) ou morales (les sociétés du groupe AFI ESCA), du moins pas au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, car ce texte ne vise que des « **personnes** ».

C'est (sans doute) la raison pour laquelle la commission des sanctions de l'AMF a finalement retiré le FCP (Dom Performance Active) de la liste des « concertistes » en le remplaçant par sa société de gestion (Dôm Finance), accusée d'avoir agi de concert avec M. Burrus et les sociétés du groupe AFI ESCA avec pour objectif (commun) de constituer une position suffisante sur le titre April pour faire obstacle au projet de *squeeze out* envisagé par CVC Capital Partners²⁵.

Face au refus de prendre en compte les arguments tirés du droit français et à la condamnation (subséquente) des mis en cause, leur défense s'est alors penchée sur la question de la conventionalité de ces dispositions françaises – telles qu'interprétées de manière (très) extensive par l'AMF, au point de contredire ses propres prises de positions antérieures qui étaient plutôt hostiles à des politiques « ponctuelles » se réduisant à la mise en place de mécanismes financiers (droit de préemption, etc...).

En effet, non seulement le code monétaire et financier fait peser des obligations déclaratives sur la société de gestion d'un FCP, à raison des actions du portefeuille dont elle n'est (pourtant) pas le « **détenteur** » au sens de la Directive Transparence²⁶, mais la définition de la « **politique commune** » retenue par l'AMF (au visa de l'article L. 233-10 du code de commerce) est plus large que celle prévue par la Directive Transparence – telle que modifiée en 2013 – dont l'article 3 n'autorise un tel dépassement que pour appliquer les règles en matière d'OPA²⁷.

Il en va (potentiellement) autrement pour les obligations déclaratives qui sont contenues aux articles 231-46 et 47 du ré-

glement général de l'AMF (RGAMF), dans la mesure où elles sont propres aux opérations (achats, cessions...) réalisées en période d'OPA par toute « **personne ou entité** » détenant « **seule ou de concert** » plus d'un pourcentage donné de la société cible, l'article 231-44 du RGAMF précisant que : « *Les fractions de 1 %, 2 % et 5 % visées dans la présente section sont déterminées conformément aux modalités d'assimilation prévues à l'article L. 233-9 du code de commerce* » lesquelles comprennent le cas d'une « **action de concert** ».

Saisie à son tour d'un recours dans la même affaire²⁸, la cour d'appel de Paris a d'ailleurs transmis à la Cour de justice de l'Union européenne (CJUE) trois questions préjudicielles portant sur la possibilité laissée à l'AMF d'étendre – en particulier dans le contexte d'une OPA – la définition traditionnelle de l'action de concert qui figure à l'article 10 de la directive Transparence afin d'assimiler les droits de vote d'une personne à ceux qui sont « *détenus par un tiers avec qui cette personne a conclu un accord qui les oblige à adopter, par un exercice concerté des droits de vote qu'ils détiennent, une politique commune durable en ce qui concerne la gestion de la société en question* ».

Pour autant, nous sommes d'avis qu'il ne devrait pas y avoir (trop) de suspense : au vu des dernières décisions de la CJUE²⁹, laquelle conditionne la faculté d'être plus sévère que la Directive Transparence au fait que les dispositions nationales soient exclusivement dédiées aux OPA³⁰ – ce qui n'est (évidemment) pas le cas de l'article L. 233-10 du Code de commerce, à la différence de l'article L. 233-10-1 dudit Code – la réponse nous semble donc devoir être (clairement) négative³¹.

II - Paragraphe II de l'article L. 233-10

En ce qui concerne le paragraphe II, il est moins utilisé à des fins probatoires pour démontrer l'existence d'un « accord » susceptible de réunir des « concertistes » au sens du paragraphe I (lequel n'a pas vocation à épuiser l'ensemble des cas de figure, sans quoi l'article L. 233-10-1 du code de commerce n'existerait pas) que pour établir une liste (non exhaustive) des certains concerts qui sont tellement évidents qu'ils peuvent (raisonnablement) être « **présumés** » – jusqu'à preuve du contraire, car il peut exister des divergences au sein de n'importe quel « **groupe** » – sans préjudice de la possibilité laissée au juge de la compléter avec d'autres exemples tout aussi manifestes.

23 Directive 2001/34/CE du 28 mai 2001, Article 85 : « 1. Les États membres soumettent au présent chapitre les personnes physiques et les entités juridiques de droit public ou privé qui acquièrent ou cèdent, directement ou par personne interposée, une participation répondant aux critères définis à l'article 89 paragraphe 1 et entraînant une modification dans la détention des droits de vote d'une société qui relève de leur législation et dont les actions sont admises à la cote officielle d'une ou de plusieurs bourses de valeurs situées ou opérant dans un ou plusieurs États membres. »

24 Directive 2004/109/CE du 15 décembre 2004, Article 2 (Définitions) : « 1. Aux fins de la présente directive, on entend par : / e) «détenteur d'actions»: toute personne physique ou morale régie par le droit privé ou public, qui détient, directement ou indirectement : / i) des actions de l'émetteur, en son propre nom et pour son propre compte »

25 AMF, sanction 11 juillet 2022 SAN 2022-09 (affaire plaidée par l'auteur)

26 Art. L.214-8-9 C. mon. fin. : « La société de gestion est tenue d'effectuer les déclarations prévues aux articles L. 225-126 et L. 233-7 du code de commerce, pour l'ensemble des actions détenues par les fonds communs de placement qu'elle gère »

27 Article 3, paragraphe 1 bis, quatrième alinéa, sous iii), de la directive transparence, telle que modifiée par la directive 2013/50/UE du 22 octobre 2013, « L'État membre d'origine ne peut pas soumettre un détenteur d'actions, ou une personne physique ou morale visée à l'article 10 ou 13, à des exigences plus strictes que celles énoncées dans la présente directive, sauf [...] appliquer les dispositions législatives, réglementaires ou administratives adoptées en ce qui concerne les offres publiques d'acquisition [...] »

28 CA Paris, ch. 5-7, 18 décembre 2025, RG n°22/15396 ; note C. Goyet, RTDF, mars 2026 ; C. Granier, BJB, mars 2026, n° BJB20267.

29 Vincent RAMONEDA, Revue des sociétés (Dalloz) septembre 2026 ; T. Duchesne, BJS, juin 2026, p. 9 ; B. Malassigné, Dr. soc., n°5, mai 2026, p. 44 ; A. Pietrancosta, Lexbase Le Quotidien, avr. 2026 ; A. Sotiropoulou, Dalloz Actualité, 9 mars 2026.

30 CJUE, 12 février 2026, C-864-24, affaire Valora , §47 : « (...) aux fins de l'application de l'article 3, paragraphe 1 bis, quatrième alinéa, sous iii), de la directive 2004/109, l'élément décisif réside non pas dans les termes de la disposition nationale en cause, mais dans le champ d'application de celle-ci, qui ne doit concerner que les offres publiques d'acquisition, les opérations de fusion et d'autres opérations ayant des incidences sur la propriété et le contrôle des entreprises. »

31 Contra : Stéphane Torck et Didier Martin, L'action de concert et le droit des offres publiques à la lumière des arrêts Adler et Valora de la CJUE - Actes Pratiques et Ingénierie Sociétaire n° 4, Juillet-Août 2026, dossier 21

Du reste, la jurisprudence regorge de situations dans lesquelles une « action de concert » a été considérée comme établie entre plusieurs « personnes » physiques ou morales – non pas pour servir de fait générateur à des obligations de déclaration de franchissement de seuil (Directive Transparence) ou de dépôt d'offre publique d'acquisition (Directive OPA) – de façon à faire prévaloir une situation de « contrôle conjoint » (au sens du paragraphe III de l'article L. 233-3 du Code de commerce) c'est-à-dire le droit commun permettant de déroger à l'application de la réglementation boursière, voire d'y échapper.

Dans l'affaire « LVMH – Hermès », l'AMF, suivie par les juges de la cour d'appel de Paris, puis par ceux de la Cour de cassation³², ont ainsi retenu l'existence d'une sorte de « contrôle conjoint » des descendants d'Émile Hermès sur la commandite du même nom³³, afin de leur éviter le dépôt d'une OPA obligatoire sur cette société cotée. En l'absence de présomptions juridiques listées à l'article L. 233-10 du Code de commerce et malgré certaines déclarations (individuelles ou collectives) en sens inverse³⁴, c'est la (seule) prise en compte de divers éléments factuels – appartenance (obligatoire) des membres à la même famille sans pour autant être liés par un pacte d'actionnaires – qui avait conduit les juges à évoquer la notion de « groupe familial » agissant (le cas échéant) de « concert » pour contrôler la société Hermès.

Dans l'affaire Société de la Tour Eiffel (STE), les sociétés SMAVie BTP et SMABTP ont sollicité de l'AMF l'octroi d'une dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique sur les actions STE, sur le fondement de l'article 234-9, 6° du RGAME, visant la détention de la majorité des droits de vote de la société par le demandeur ou par un tiers, agissant seul ou de concert. Elles ont en effet soutenu que les sociétés du « groupe SMA » agissaient de concert vis-à-vis de STE, au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce dont la Cour de cassation a confirmé qu'il constituait une référence pertinente³⁵.

Ultérieurement saisie d'un recours contre la décision de l'AMF qui avait accordé la dérogation demandée, la Cour d'appel de Paris a commencé par « constater que l'article L. 233-10, II, 3°, du code de commerce, posant une présomption de concert « entre des sociétés contrôlées par la ou les mêmes personnes » ne renvoie pas expressément à l'article L. 233-3 du même code, lequel a été conçu pour les sociétés par actions (ce que n'étaient pas SMABTP et SMAVie BTP) et vise à préciser les conditions dans lesquelles une personne ou un

groupe peut être considéré comme contrôlant une société »³⁶ si bien que « Ladite présomption n'est donc pas explicitement subordonnée à la caractérisation de la notion de contrôle au sens dudit article. »³⁷

La Cour a cependant pris la précaution d'ajouter qu'« À supposer, à défaut de renvoi exprès, que l'article L. 233-10, II, 3°, du code de commerce, renvoie implicitement à l'article L. 233-3 du même code, il n'en demeure pas moins que les relations entre les membres d'une société de groupe d'assurance mutuelle, au sens de l'article L. 322-1-2, 1°, du code des assurances, sont définies, par l'article L. 356-1 du même code, comme étant celles d'une « entreprise mère » et d'une « entreprise filiale », la première contrôlant de manière exclusive la seconde en exerçant « effectivement, au moyen d'une coordination centralisée, une influence dominante sur les décisions, y compris financières, des autres entreprises faisant partie du groupe », ledit groupe formant « un ensemble d'entreprises fondé sur l'établissement de relations financières fortes et durables entre elles »³⁸.

La Cour en a déduit que « la situation de sociétés membres d'un groupe de sociétés d'assurance mutuelle est assimilable à celle de sociétés contrôlées par une même personne, visée par l'article L. 233-10, II, 3°, du code de commerce. La présomption d'action de concert prévue par cet article leur est donc applicable. »³⁹, ce qui a pour effet de créer une sorte de « mise en abîme » dans la mesure où cette présomption permet d'étendre le périmètre du concert au travers des liens de contrôle entre ses membres, y compris lorsque celui-ci est « conjoint » et présuppose donc... une action de concert !

Pour faire bonne mesure – et sortir un peu de la logique « circulaire » des présomptions du paragraphe II ? – la Cour a également relevé qu'« Il résulte de ce qui précède que l'accord passé entre SMABTP et SMAVie BTP à l'occasion de la signature des conventions d'affiliation portait notamment sur la gestion commune de leurs participations respectives et l'exercice de leurs droits de vote dans les sociétés dans lesquelles elles prenaient une participation, et avait pour finalité d'exercer la mise en oeuvre d'une politique commune durable vis-à-vis de ces sociétés, déterminée par des dirigeants et responsables communs au sein des instances précédemment décrites. »⁴⁰

Décidément, Dominique Bompont avait raison d'écrire que la notion d'action de concert, « usée jusqu'à la corde par les contorsions auxquelles 30 ans de décisions de l'AMF et de jurisprudence l'ont soumise, sa malléabilité [permet] à ces autorités d'imposer, sans risque de censure, l'issue que leur inspire la perception de l'honnêteté des individus concernés

32 AMF décision 211C0024 du 6 janvier 2011 ; CA Paris 15 septembre 2011, n° 11/00690 ; Cass. com., 28 mai 2013, n°11-26.423, FS-P+B

33 J.-J. Daigre, Hermès : l'AMF au secours des familles, Bull. Joly Bourse, 2011, p. 161 ; H. Le Nabasque, Du dépôt de titres « dans les caisses sociales » dans ses rapports avec l'action de concert, RDBF, 2011, repère 3 ; R. Mortier, Affaire Hermès : reclassement... sans suite ?, Dr. sociétés, 2011, comm. 115 ; D. Bompont, Reclassement au sein d'un groupe familial et contrôle préalable, RDBF, 2011, comm. 69 ; F. Martin Laprade, Hermès : une dérogation aux allures de cadeau empoisonné..., Rev. sociétés, 2011, p. 364 ; A. Couret, Hermès «reclassé» !, Bull. Joly Sociétés, 2011, p. 201

34 F. Martin Laprade, Affaire Hermès : peut-on être qualifié de concert contre son gré (mais pour son bien) par l'AMF ? : RTDF 2011, n°4

35 Cass. com. 22 novembre 2016, n°15-11.063, Affaire Bastide Le Confort Medical (plaidée par l'auteur devant la cour d'appel de Paris)

36 CA Paris, ch. 5-7, 16 septembre 2025, n° 25/06060, §101

37 CA Paris, ch. 5-7, 16 septembre 2025, n° 25/06060, §102

38 CA Paris, ch. 5-7, 16 septembre 2025, n° 25/06060, §103

39 CA Paris, ch. 5-7, 16 septembre 2025, n° 25/06060, §105

40 CA Paris, ch. 5-7, 16 septembre 2025, n° 25/06060, §124

»⁴¹. Pour autant, cette « plasticité » (remarquable) de l'action de concert ne doit pas l'emporter sur la primauté des objectifs poursuivis par le code de commerce lorsqu'il l'associe à la notion de contrôle.

C'est pourquoi, nous considérons – en tant que praticien – qu'il convient de savoir résister à la tentation de mettre l'action de concert « à toutes les sauces » dès lors qu'il s'agirait de tirer les conséquences juridiques d'un « contrôle conjoint » exercé par des concertistes s'étant mis d'accord pour mettre en œuvre une « politique commune » vis-à-vis d'une société holding – voire par transparence vis-à-vis de ses filiales ou des sociétés qu'elle contrôle, par exemple s'il s'agit d'une société par actions simplifiée (SAS), pour laquelle il existe une présomption légale⁴².

A cet égard, il importe peu qu'un tel « contrôle conjoint » - dont une jurisprudence isolée affirme qu'il serait exclusif d'une prédominance de l'un sur les autres⁴³ - se présente de manière « verticale » ou « horizontale » :

Pour un exemple de « chaîne de contrôle » VERTICALE, on peut citer le cas d'un « groupe » à la tête duquel se trouve le plus souvent une (seule) personne physique qui « tire les ficelles » afin d'orienter l'exercice des droits de vote de toutes les « entités » actionnaires de la même société – sans avoir besoin pour cela de détenir elle-même la moindre action ! – mais encore faut-il rester cohérent au niveau des conséquences qu'on souhaite en tirer...

Qu'il s'agisse d'un concert de l'article L. 233-10 (prise du contrôle) ou de l'article L. 233-3 (détenion du contrôle), l'enjeu sera toujours d'exercer des droits de vote. A contrario, il paraît absurde d'assimiler les actions auto-détenues par Vivendi à celles du « groupe Bolloré » pour obliger ce dernier à déposer une OPA obligatoire censée résulter d'une prise de contrôle (Directive OPA) – ce qui passe par l'exercice de droits de vote – alors que les actions propres rachetées par leur émetteur en sont dépourvues et que le seuil de 30% n'aurait doinc été franchi qu'en capital⁴⁴ !

Pour un exemple de « chaîne de contrôle » HORIZONTALE, on peut citer l'exemple d'un « regroupement » d'actionnaires exploitant ensemble une entreprise dont ils sont tous associés – sans qu'aucun d'entre eux ne soit à lui-seul décisionnaire, faute de majorité ou en raison d'un droit de veto par exemple – ce qui correspond au cas de « contrôle conjoint » du paragraphe II de l'article L. 233-16 du code de commerce, ce texte étant parfois associé à l'article L. 233-3

du code de commerce.

C'est par exemple le cas de l'article L. 1233-3 du code du travail en matière d'autorisation administrative pour procéder à un « licenciement pour motif économique », dont certains des éléments constitutifs « *s'apprécient (...) au niveau du secteur d'activité commun à cette entreprise et aux entreprises du groupe auquel elle appartient* », sachant que « *Pour l'application du présent article, la notion de groupe désigne le groupe formé par une entreprise appelée entreprise dominante et les entreprises qu'elle contrôle dans les conditions définies à l'article L. 233-1, aux I et II de l'article L. 233-3 et à l'article L. 233-16 du Code de commerce* ».

Il convient là-encore de revenir aux fondamentaux, en rappelant les objectifs poursuivis par ce texte qui exclut d'ailleurs expressément tout renvoi au « contrôle conjoint » du III de l'article L. 233-3 du Code de commerce, pour des raisons exposées par les travaux parlementaires de la loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques (NRE) s'agissant du renvoi à l'article 355-1 de la loi de 1966, qui était initialement effectué par l'article L. 439-1 du Code du travail relatif au « **comité de groupe** »⁴⁵.

Ce faisant, force est d'en déduire (aussi) que la mention du renvoi à l'article L. 233-16 du Code de commerce – en remplacement du renvoi (antérieur) au 2e alinéa de l'article 357-1 de la loi de 1966, consacré au (seul) « **contrôle exclusif** » – laquelle a été effectuée (automatiquement) par l'ordonnance de codification n° 2000-912 du 18 septembre 2000 – celle-ci n'ayant (malheureusement) pas fait « dans le détail » - n'a pas eu pour effet de modifier la limitation de la notion de groupe en droit du travail « *à l'hypothèse d'un contrôle exercé de manière unitaire, comme c'est le cas actuellement* ».

Notre analyse est que cela s'oppose à la prise en compte du paragraphe II de l'article L. 233-16 du code de commerce, d'autant qu'il contrevient à la lettre de l'article L. 1233-3 du code du travail ne mentionnant qu'une (seule) entreprise « dominante »⁴⁶. De plus, ainsi que l'a d'ailleurs rappelé la Cour de cassation⁴⁷, l'objet premier des articles L. 233-16 et suivants du Code de commerce est bien de traiter de conso-

41 D. Bompont, L'opposition est-elle forcément de concert ? : BJS 2019, n° 4, p. 16.

42 Article L233-10 du code de commerce : « *I.-Sont considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord en vue d'acquiescer, de céder ou d'exercer des droits de vote, pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société ou pour obtenir le contrôle de cette société. / II.-Un tel accord est présumé exister (...) 4° Entre les associés d'une société par actions simplifiée à l'égard des sociétés que celle-ci contrôle* »

43 CA Paris, ch. 5-7, 13 septembre 2005, n°2005/04058, Affaire Hyparlot ; RD Bancaire et fin. 2005.91 A Couret ; Dr Sociétés 2006 comm.8 Th Bonneau ; JCP E 2006, 1121 C Ducouloux-Favard

44 AMF 18 juillet 2025 D&I n°225C2064 (déclarée caduque par AMF < 12 décembre 2025 D&I n°225C1231

45 Rapport n°2327 de M Eric Besson enregistré sur le bureau de l'Assemblée nationale le 6 avril 2000 : « *Votre Rapporteur observe que les implications de cette mesure n'ont pas fait l'objet d'un recensement exhaustif, ce qui est fort regrettable pour la cohérence du dispositif législatif. La notion de contrôle, au sens de l'article 355-1, a, en effet, une incidence sur plusieurs dispositions légales qui s'y réfèrent. C'est notamment le cas pour la constitution d'un comité de groupe, prévue par l'article 439-1 du Code du travail. Cet article dispose, en effet, que ce comité est constitué "au sein du groupe formé par une entreprise appelée entreprise dominante et les entreprises qu'elle contrôle dans les conditions définies aux articles 354, 355-1 et au deuxième alinéa de l'article 357-1 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales. En introduisant la possibilité d'un contrôle conjoint, la modification de l'article 355-1 risque de conduire à la constitution d'un comité de groupe de la société contrôlée avec chacune de sociétés participant à l'action de concert, ce qui va à l'encontre du principe-même d'un tel comité. Il apparaît donc préférable de se limiter à l'hypothèse d'un contrôle exercé de manière unitaire, comme c'est le cas actuellement, en visant exclusivement les dispositions actuelles de l'article 355-1, sans se référer à l'existence d'une action de concert.* » <https://www.assemblee-nationale.fr/11/rapports/r2327-t1.asp>.

46 Frank MARTIN LAPRADE, La notion de contrôle de fait conjoint mobilisée pour établir le périmètre d'un groupe : peut-il y avoir plusieurs entreprises dominantes ? Note sous CAA Douai, 3e ch., 7 janvier 2026, n°25DA01798 – Bull. Joly Bourse – N°2, 26 mars 2026 (Affaire Auchan)

47 Cass. com., 19 déc. 2006, n° 05-18.833 ; Ch.Arsouze, L'AMF faillit à faire prévaloir son interprétation de l'article 632-1 de son propre règlement général devant la Cour de cassation, Bulletin Joly Sociétés · 1 mai 2007

lisation comptable et il ne faut pas le perdre de vue lorsqu'on prétend y faire référence⁴⁸.

III - Paragraphe III de l'article L. 233-10

En ce qui concerne le paragraphe III, il apparaît disposer d'une certaine autonomie – voire d'une autonomie CERTAINE – par rapport aux deux autres paragraphes de l'article L. 233-10 du code de commerce, car il pose le principe de la solidarité (juridique) entre les membres d'un concert, mais pas seulement entre ceux qui auraient conclu un « accord » au sens du paragraphe I, puisqu'en dehors de ceux que le paragraphe II dispense d'établir un tel « accord » (préssumé), il est évident que cela concerne aussi les « concertistes » de l'article L. 233-10-1 du code de commerce (spécial OPA), sans compter ceux du paragraphe III de l'article L. 233-3 du Code de commerce (contrôle conjoint).

A cet égard, malgré la polémique doctrinale qui prétend limiter son application au « contentieux boursier » sur les franchissements de seuils et les OPA⁴⁹, nous sommes convaincus que la responsabilité solidaire des membres d'un concert (quelle que soit sa finalité) s'applique en cas de violation de n'importe quelle obligation légale ou réglementaire relevant du droit des sociétés – à condition qu'elle pèse sur les personnes placées en situation d'exercer (directement ou indirectement) des droits de vote dans une société commerciale – et pas seulement celles qui résulteraient de dispositions faisant (explicitement) mention d'une « action de concert ».

A défaut, ledit paragraphe III serait en effet inutile, puisque les « concertistes » seraient déjà – et ce en tout état de cause – tenus de respecter de telles dispositions légales (code de commerce ou code monétaire et financier) ou réglementaires (RGAMF) qui visent spécifiquement l'hypothèse dans laquelle une personne « agit seule ou de concert » alors que ce principe prend au contraire tout son sens lorsqu'il s'applique mutatis mutandis à l'ensemble des situations dans lesquelles le réalisme impose de passer outre l'écran des personnalités juridiques pour appréhender le comportement (collectif) d'un « groupe » d'individus ou de sociétés, par-delà les présomptions du paragraphe II de l'article L. 233-10 du code de commerce et/ou des cas de figure répertoriés par les Directives Transparence et OPA.

L'AMF est d'ailleurs la première à privilégier une telle approche « extensive », indépendamment même de sa pratique décisionnelle en matière de sanctions pécuniaires qui s'affranchit (fréquemment) des règles strictes en matière d'imputation des manquements administratifs – sans pour autant les préciser en réponse à l'invitation faite par le considérant 40 du règlement européen relatif aux « abus de marché »

(MAR)⁵⁰ – alors même qu'elle ne dispose pas des mêmes facilités qu'un juge pénal pouvant s'appuyer sur les notions de « complicité » voire d'« association de malfaiteurs » pour rechercher la responsabilité d'autres personnes que le (seul) « auteur » de l'infraction.

En effet, s'agissant pour l'AMF d'apprécier la « recevabilité » des demandes formées par plusieurs actionnaires minoritaires de la société Gaumont, à l'effet d'obtenir le dépôt d'une offre publique de retrait (OPR) pour cause de marché insuffisamment liquide, le régulateur avait estimé que ce n'était pas le cas pour tous ceux qui auraient adopté de concert un comportement contraire à l'article 236-1 du RGMAF.

Par la suite, la cour d'appel de Paris a été saisie d'un recours par le « concert familial Seydoux »⁵¹ faisant valoir que l'AMF s'est abstenue d'examiner si l'exception consacrée par la jurisprudence Bourrelier⁵², conditionnant la recevabilité d'une demande d'OPR à l'absence de comportement contraire à l'esprit du texte, avait vocation à s'appliquer à Axxion. Ils relevaient à cet égard que l'AMF aurait évoqué une « **action concertée** » entre les demandeurs et non une « **action de concert** » qu'il leur aurait appartenu de démontrer à la lumière des dispositions de l'article L. 233-10 du code de commerce⁵³.

Or, les requérants soutenaient qu'en l'espèce, Axxion aurait mis en oeuvre une « **stratégie commune** » avec les trois autres minoritaires : « *le comportement d'Axxion et des trois autres minoritaires était identique, ils ont décidé au même moment d'entrer au capital de Gaumont pendant la mise en oeuvre de l'OPRA en 2017 et se sont renforcés ensuite au capital jusqu'au 30 novembre 2017. Ils rappellent que la cession des titres au même minoritaire (le GIE Greenstock) en 2021 et 2022 relève de la mauvaise foi et implique une coordination entre les deux actionnaires, ce qui démontre une stratégie commune.* »⁵⁴

La cour d'appel de Paris a confirmé que « *La recevabilité de la demande de mise en oeuvre d'une OPR présentée par un actionnaire minoritaire profite aux autres demandeurs, à moins qu'il ne soit établi que ces actionnaires ont adopté de concert un comportement contraire à l'esprit de l'article 236-1 du RGAMF.* »⁵⁵, mais elle a toutefois précisé que « Ce comportement contraire à l'esprit de l'article précité adopté de concert ne renvoie pas à l'action de concert visée à l'ar-

48 Or, il serait surprenant que 3 associés détenant chacun 1/3 du capital d'une société dont ils se partagent l'exploitation – un peu comme un groupement d'intérêt économique (GIE) – soient tous considérés comme des « têtes de groupe » qui seraient donc invités à consolider leurs comptes sociaux par intégration proportionnelle, comme le prévoit l'article L. 233-18 du Code de commerce

49 Contra : Joly Sociétés Etudes « Action de concert » par D. Schmidt et N. Rontchevsky ; Fiches pratiques Lexis360 n°400 « Action de concert » par Ch. de Watrigant

50 « Afin de garantir la responsabilité tant de la personne morale que de toute personne physique participant à la prise de décision de la personne morale, il est nécessaire de reconnaître les différents mécanismes juridiques nationaux des États membres. Ces mécanismes devraient concerner directement les méthodes d'imputation de la responsabilité dans le droit national ». En Belgique, le dernier alinéa de l'article 36 de la loi du 2 août 2002 a par conséquent été modifié afin de prévoir qu'« En cas d'infraction aux dispositions visées à l'alinéa 2, 2^e, dans le chef d'une personne morale, la FSMA peut, de manière cumulative, infliger une amende administrative à la personne morale et à la personne physique qui a commis l'infraction pour le compte de la personne morale ainsi qu'à toute autre personne physique visée à l'article 8, paragraphe 5, ou à l'article 12, paragraphe 4, du Règlement 96/2014 »

51 Composé de Mme Sidonie Dumas et de la société Ciné Par qu'elle contrôle, M. Nicolas Seydoux, M. Michel Seydoux et Mme Pénélope Seydoux

52 CA Paris, ch. 5-7, 25 novembre 2020, RG n°20/05013

53 CA Paris, ch. 5-7, 19 mars 2026, n° 25/17346 ; §69

54 CA Paris, ch. 5-7, 19 mars 2026, n° 25/17346 ; §67

55 CA Paris, ch. 5-7, 19 mars 2026, n° 25/17346 ; §73

ticle 233-10 du code de commerce, dont la preuve n'est pas exigée »⁵⁶ et qu' « Il suffit qu'une concertation fautive soit démontrée »⁵⁷, avant de juger que l'AMF avait valablement considéré que tel n'était pas le cas.

A cet égard, l'Association Nationale des Sociétés par Actions (ANSA) a souligné que cet arrêt opérait une distinction essentielle en affirmant que la notion de comportement adopté de concert au sens de l'article 236-1 du RG AMF ne renvoie pas à l'action de concert au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce, laquelle « suppose un accord entre plusieurs personnes en vue d'acquiescer ou d'exercer des droits de vote ou de mettre en œuvre une politique commune. Cette notion implique traditionnellement la preuve d'un accord de volontés, le simple parallélisme de comportements étant insuffisant. »⁵⁸

A l'inverse, pour une (simple) « action concertée » - sans que ce terme ne soit utilisé par l'AMF ou la Cour - « il n'est pas exigé de démontrer un accord juridiquement structuré : la preuve d'une concertation fautive suffit. Cette concertation fautive est entendue comme une coordination de comportements orientée vers un objectif contraire à l'esprit du dispositif, indépendamment de toute formalisation juridique. Il s'agit ainsi d'une notion autonome, fonctionnelle et dirigée contre les abus. »⁵⁹

Il semblerait donc qu'en dehors du domaine (traditionnel) d'un « concert » destiné à justifier l'agrégation des participations de ses membres pour appliquer les règles en matière de franchissement de seuil et d'OPA obligatoire, l'AMF puisse se permettre de promouvoir « Un assouplissement de la charge de la preuve dans une logique anti-abus ». ⁶⁰

Il est évident qu'une telle notion d' « action concertée » n'est pas propre au contentieux boursier⁶¹ – elle est d'ailleurs mentionnée par l'article L. 420-1 du code de commerce sur les pratiques anti-concurrentielles⁶² - et qu'elle peut (donc) être prise en compte pour apprécier la « recevabilité » de n'importe quelle action en justice⁶³, voire (potentiellement) de justifier la responsabilité solidaire de tous les « concertistes »

impliqués⁶⁴, ainsi que l'application collective des interdictions (exercice de droits de vote, appréhension de dividendes) prévues par le code de commerce, notamment en cas de conflits d'intérêts⁶⁵.

Ce ne serait certes pas une découverte pour l'AMF dont la doctrine (officielle) va déjà en ce sens, par exemple dans le domaine des conventions réglementées qui l'a conduite à poser le principe selon lequel : « des actionnaires agissant de concert, notamment lorsque le concert prévoit une politique de vote commune, ne devraient pas peser sur le vote d'une convention contractée avec l'un des co-concertistes. »⁶⁶

Mais ce serait surtout l'occasion pour les juridictions civiles et commerciales d'appliquer à des situations « courantes » - dont la légalité n'est pas en cause, puisque l'action de concert repose souvent sur des relations juridiques « normales » (contrôle, famille, direction exécutive, etc...) - les solutions jurisprudentielles qui n'avaient jusqu'alors été adoptées que pour traiter d'une FRAUDE (occulte) :

Dès la fin des années 90, la jurisprudence avait ainsi eu l'occasion d'envisager l'hypothèse frauduleuse dans laquelle le bénéficiaire d'une augmentation de capital réservée aurait illégalement « pris part au vote (...) par l'intermédiaire des actionnaires majoritaires, dans le cadre d'une action de concert ». Au cas d'espèce, les juges avaient toutefois exclu l'existence d'une action de concert entre le (futur) actionnaire et les (bientôt anciens) majoritaires, parce que « les intérêts des actionnaires majoritaires, qui auraient dans cette hypothèse voté en quelque sorte pour le compte [du bénéficiaire de l'augmentation de capital réservée], n'étaient nullement convergents, mais au contraire opposés »⁶⁷

15 ans plus tard, la Cour d'appel d'Aix en Provence a jugé que : « La délibération [en assemblée générale d'actionnaire] est viciée par la fraude, ayant été adoptée suite au concert frauduleux de Messieurs C et K-L qui ont respectivement cédé le 22 décembre 2005 une partie de leurs actions à leur épouse et père, afin de s'assurer, par personnes interposées, du vote de la délibération litigieuse à laquelle ils ne pouvaient participer y étant intéressés, et qu'ils savaient que Monsieur X, détenteur de 18 % du capital social y était opposé / Les deux actionnaires, ont entendu échapper à la règle leur interdisant de participer au vote de cette convention réglementée et s'assurer par une majorité suffisante, supérieure au 18 % toujours détenus par Monsieur X, du vote de la délibération litigieuse »⁶⁸

Enfin, la Cour de cassation a récemment décidé, à rebours

56 CA Paris, ch. 5-7, 19 mars 2026, n° 25/17346; §74

57 CA Paris, ch. 5-7, 19 mars 2026, n° 25/17346; §75

58 <https://www.ansa.fr/le-controle-de-loffre-publique-de-retrait-a-linitiative-des-minoritaires-precisions-sur-lilliquidite-la-bonne-foi-et-la-concertation-fautive/>

59 <https://www.ansa.fr/le-controle-de-loffre-publique-de-retrait-a-linitiative-des-minoritaires-precisions-sur-lilliquidite-la-bonne-foi-et-la-concertation-fautive/>

60 ANSA : « L'exclusion du recours à la notion classique d'action de concert a pour effet d'alléger significativement la charge de la preuve. Il devient possible de sanctionner une stratégie collective sans établir l'existence d'un accord formel ou même tacite au sens strict. Toutefois, la Cour maintient une exigence minimale de caractérisation : la simple simultanéité ou similarité des comportements ne suffit pas. Une véritable coordination fautive doit être démontrée. » <https://www.ansa.fr/le-controle-de-loffre-publique-de-retrait-a-linitiative-des-minoritaires-precisions-sur-lilliquidite-la-bonne-foi-et-la-concertation-fautive/>

61 Pour un exemple en droit social : CA Rennes, 8e chambre prud'homale, 11 février 2026, n° 22/00517

62 F Martin Laprade, Entente et concert : L'action collective en droit économique, Etudes en hommage à F.-Ch. Jeantet, Coll. Mélanges, LexisNexis – LITEC (2010)

63 TAE Bobigny, ch.23, 24 janvier 2025, n°2024R00442 : « Concernant la société SARL CADET, il convient d'analyser l'action des actionnaires / associés membres de la famille [Y] comme une action de concert, et dès lors qu'ils détiennent ensemble au moins 10 % du capital, leur demande est recevable. »

64 CA Colmar, ch. 2 a, 4 décembre 2025, n°23/03260 : « La question de savoir si, lors de la conclusion du contrat d'assurance, M. [B] était ou non agent général de la société auprès de laquelle le contrat a été conclu, ou associé d'une société en participation par l'intermédiaire de laquelle a été souscrit ledit contrat, et, le cas échéant, a agi de concert avec M. [F], constitue, non pas une condition de recevabilité de l'action dirigée à son égard, mais l'une des conditions de l'engagement de sa responsabilité. »

65 Frank MARTIN LAPRADE, Action de concert, Juris-classeur Sociétés, Traité, Fasc. 2135

66 Recommandation AMF (DOC-2012-05)

67 CA Besançon, 2ème ch. Com. 2 décembre 1998, n°1677/95, ADAM et autres contre SA L'Amy

68 CA Aix-en-Provence, 22 septembre 2011, n°10-06156

de sa jurisprudence traditionnelle rendue dans l'affaire Métrologie⁶⁹, que la société émettrice d'un emprunt obligataire ayant l'interdiction de participer à l'assemblée de la masse des porteurs⁷⁰ ne saurait contourner cette prohibition en y faisant voter l'une de ses anciennes filiales, valablement détentrice d'obligations, dont elle venait de céder la totalité des parts sociales à un tiers, sous la condition expresse d'un tel vote⁷¹.

Au final, le contentieux boursier – objectivement « pionnier » en matière d'action de concert pour des raisons historiques (voir ci-dessus) – pourrait bien « ouvrir la voie » à l'adoption de l'action de concert par le droit (commun) des sociétés : la cour d'appel de Paris ne vient-elle pas de poser (enfin) la première pierre d'une telle évolution dans l'affaire « Vivendi – Bolloré » ?

Non seulement, elle a pris l'initiative d'ajouter à la lettre du paragraphe III de l'article L. 233-3 du Code de commerce en indiquant que « *le contrôle conjoint suppose la démonstration d'un accord entre les personnes agissant de concert pour déterminer en fait les décisions prises en assemblée générale, la simple influence étant, là encore, inopérante* »⁷², ce qui revient à donner aux « concertistes » un

« objectif » supplémentaire par rapport à ceux des articles L. 233-10 et L. 233-10-1 du Code de commerce ;

Mais elle s'est également éloignée des facilités offertes par les présomptions du paragraphe II de l'article L. 233-10 du code de commerce en considérant que « *Ces présomptions ne permettent toutefois pas, à elles seules, d'établir le contrôle conjoint par concert, lequel requiert la démonstration, y compris par faisceau d'indices, d'un accord entre les personnes concernées afin de contrôler la société par la détermination d'une stratégie ou d'une politique commune* »⁷³.

Surtout, la cour d'appel de Paris – siégeant en formation solennelle sous la présidence de son premier président – surtout, elle ne s'est pas contentée d'élargir le périmètre des finalités d'une « action de concert » (traditionnellement) associée au contentieux boursier (celui des franchissements de seuils et des OPA), puisqu'elle a tenu à préciser que « *Les solutions ainsi affirmées, qui s'inscrivent dans une logique de sécurité juridique et de prévisibilité de la norme, ont une portée plus générale que les seules hypothèses d'offres publiques de retrait, les dispositions appliquées irrigant l'ensemble du droit des sociétés* »⁷⁴. » : nous n'aurions pas mieux dit ! ■

69 Cass. com., 13 juin 1995, n° 94-21003, SA Métrologie International c/ Assoc. de défense des porteurs d'ORA Métrologie International : Bull. civ. IV, n° 181 ; JCP G 1995, II 22522, note Guyon Y. ; BJS oct. 1995, n° 10, p. 855, note Couret A.

70 (alors même que l'article L. 228-61 du Code de commerce ne vise pas l'émetteur, mais uniquement ses actionnaires à plus de 10 %)

71 Cass. com., 31 janv. 2018, nos 15-14028 et 15-14331 : BJS avr. 2018, n° 118j3, p. 204, note Storck M.

72 Communiqué de presse, Décision de la cour d'appel de Paris du 8 juillet 2026, Formation solennelle, Affaire dite « Vivendi - Bolloré » <https://www.cours-appel.justice.fr/sites/default/files/2026-07/20260708%20CP%20Vivendi.pdf>

73 CA Paris, ch. 5-7, 8 juillet 2026, n°25/20399, §110

74 Communiqué de presse, Décision de la cour d'appel de Paris du 8 juillet 2026, Formation solennelle, Affaire dite « Vivendi - Bolloré » <https://www.cours-appel.justice.fr/sites/default/files/2026-07/20260708%20CP%20Vivendi.pdf>



Intégralement disponible sur rcfb.fr

La première revue juridique consacrée exclusivement à la matière contentieuse financière, entièrement numérique et 100% gratuite.