Cour d'appel de Paris, 19 mars 2026, n° 25/17346

Cour d'appel | Paris | pôle 5 - chambre 7 | 19 mars 2026

Grosses délivrées RÉPUBLIQUE FRANÇAISE

aux parties le : AU NOM DU PEUPLE FRANÇAIS

COUR D'APPEL DE PARIS

Pôle 5 - Chambre 7

ARRÊT DU 19 MARS 2026

(n° 5, 19 pages)

Numéro d'inscription au répertoire général :25/17346 - N° Portalis 35L7-V-B7J-CMERW

Décision déférée à la Cour : Décision n° 225C1744 rendue le 14 octobre 2025 par l'Autorité des marchés financiers

REQUÉRANTS ET DÉFENDEURS :

HMG FINANCE S.A.

Prise en la personne de Mme [M] [G] en sa qualité de présidente du directoire, société de gestion agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le numéro GP91017 ; agissant pour le compte des fonds communs de placement HMG Découvertes et HMG Découvertes PME

Immatriculée au RCS de Paris sous le n° 381 985 654

Dont le siège social est au : [Adresse 1]

[Localité 1]

GAY-LUSSAC GESTION S.A.S.

Prise en la personne de M. [N] [J] en sa qualité de président, société de gestion agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le numéro GP95001 ; agissant pour le compte des fonds communs de placement Gay Lussac Microcaps et Monceau Microcaps Europe

Immatriculée au RCS de Paris sous le n° 397 833 773

Dont le siège social est au : [Adresse 2]

[Localité 2]

GREENSTOCK G.I.E.

Pris en la personne de son administrateur unique la société Trilom (société par actions simplifiée immatriculée au RCS de Nanterre sous le n° 489 064 881 sise [Adresse 3]) elle-même représentée par son président Monsieur [X] [O]

Immatriculé au RCS de Paris sous le n° 501 952 253

Dont le siège social est au : [Adresse 4]

[Localité 3]

Élisant tous domicile au cabinet GRV ASSOCIÉS

[Adresse 5]

[Localité 2]

Représentés par Me Vincent RIBAUT de la SCP GRV ASSOCIÉS, avocat au barreau de PARIS, toque : L0010

Assistés de Maîtres Julien VISCONTI et Quentin BERTRAND de la SELARLU JULIEN VISCONTI AVOCAT, avocats au barreau de PARIS, toque : D1827

REQUÉRANTS ET DÉFENDEURS :

GAUMONT S.A.

Prise en la personne de son représentant légal, Madame [D] [U], en sa qualité de Directrice Générale

Immatriculée au RCS de Nanterre sous le n° 562 018 002

Dont le siège social est au : [Adresse 6]

[Localité 4]

SOCIÉTÉ DE PARTICIPATIONS CINÉMATOGRAPHIQUES CINÉ PAR S.A.S.

Prise en la personne de son représentant légal, Monsieur [Y] [K], en sa qualité de Président

Immatriculée au RCS de Paris sous le n° 301 075 594

Dont le siège social est au : [Adresse 7]

[Localité 5]

M. [Y] [K] [W]

Né le 16 juillet 1939 à [Localité 6]

Demeurant : [Adresse 7]

[Localité 5]

Mme [D] [U] [K] [W]

Née le 28 avril 1967 à [Localité 7]

Demeurant : [Adresse 8]

[Localité 8]

M. [F] [K] [W]

Né le 11 septembre 1947 à [Localité 6]

Demeurant : [Adresse 9]

[Localité 5]

Mme [Q] [K] [W]

Née le 25 mai 1966 à [Localité 7]

Demeurant [Adresse 10],

[Localité 9] (SUISSE)

Élisant tous domicile au cabinet LX Paris-Versailles-Reims

[Adresse 11]

[Localité 5]

Représentés par Me Matthieu BOCCON-GIBOD de la SELARL LX PARIS-VERSAILLES-REIMS, avocat au barreau de PARIS, toque : C2477

Assistés de Maîtres Florian BOUAZIZ et Patrick DZIEWOLSKI de la SAS BREDIN PRAT, avocat au barreau de PARIS, toque : T12

EN PRÉSENCE DE :

AXXION

Société de droit luxembourgeois

Représentée par M. [C] [R] en sa qualité de directeur général, société de gestion agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier luxembourgeoise ; agissant pour le compte des fonds communs de placement luxembourgeois Squad European Convictions et Squad Gallo Europa

Enregistrée au RCS luxembourgeois sous la référence B82112

Dont le siège social est au : [Adresse 12]

[Localité 10] (LUXEMBOURG)

Élisant domicile au cabinet GRV ASSOCIÉS

[Adresse 5]

[Localité 2]

Représentée par Me Vincent RIBAUT de la SCP GRV ASSOCIÉS, avocat au barreau de PARIS, toque : L0010

Assistée de Maîtres Julien VISCONTI et Quentin BERTRAND de la SELARLU JULIEN VISCONTI AVOCAT, avocats au barreau de PARIS, toque : D1827

L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

Prise en la personne de sa présidente

[Adresse 13]

[Localité 11]

Représentée par Mme [S] [A], dûment mandatée

COMPOSITION DE LA COUR :

L'affaire a été débattue le 29 janvier 2026, en audience publique, devant la Cour composée de :

' Mme Isabelle FENAYROU, présidente de chambre, présidente,

' M. Gildas BARBIER, président de chambre,

' Mme Françoise JOLLEC, présidente de chambre, chargée du rapport,

qui en ont délibéré.

GREFFIER, lors des débats : M. Valentin HALLOT

MINISTÈRE PUBLIC : auquel l'affaire a été communiquée et représenté lors des débats par Mme Carla DEVEILLE-FONTINHA, avocate générale.

ARRÊT PUBLIC :

' contradictoire,

' prononcé par mise à disposition de l'arrêt au greffe de la Cour, les parties en ayant été préalablement avisées dans les conditions prévues au deuxième alinéa de l'article 450 du code de procédure civile,

' signé par Mme Isabelle FENAYROU, présidente de chambre et par M. Valentin HALLOT, greffier à qui la minute du présent arrêt a été remise par le magistrat signataire.

Vu la décision n° 225C1744 rendue par le Collège de l'Autorité des marchés financiers le 14 octobre 2025 sur des demandes de mise en 'uvre d'une offre publique de retrait visant les actions de la société Gaumont ;

Vu la déclaration de recours en annulation des sociétés HMG finance, Gay-Lussac gestion et le groupement d'intérêt économique Greenstock du 23 octobre 2025 et leur exposé des moyens du 5 novembre 2025 ;

Vu la déclaration de recours en annulation ou réformation de la société Gaumont, de la société de participations cinématographiques Ciné Par, de Mme [D] [U] [K] [W], M. [Y] [K] [W], M. [F] [K] [W] et Mme [Q] [K] [W] en date du 24 octobre 2025 et leur exposé des moyens en date du 10 novembre 2025 ;

Vu l'ordonnance de jonction du 30 octobre 2025 rendue par le magistrat délégué du premier président ;

Vu les observations déposées au greffe par l'Autorité des marchés financiers le 16 décembre 2025 ;

Vu les conclusions déposées au greffe par la société Axxion le 16 décembre 2025 ;

Vu les conclusions récapitulatives des sociétés HMG finance, Gay-Lussac gestion et le groupement d'intérêt économique Greenstock déposées au greffe le 16 janvier 2026 ;

Vu les conclusions récapitulatives de la société Gaumont, de la société de participations cinématographiques Ciné Par, de Mme [D] [K] [W], M. [Y] [K] [W], M. [F] [K] [W] et Mme [Q] [K] [W] déposées au greffe le 16 janvier 2026 ;

Vu l'avis du ministère public du 22 janvier 2026 transmis aux parties le même jour ;

Après avoir entendu à l'audience publique du 29 janvier 2026, les conseils des sociétés HMG finance, Gay-Lussac gestion et du groupe d'intérêt économique Greenstock, les conseils des sociétés Gaumont et Ciné Par et de Mme [D] [U] [K] [W], M. [Y] [K] [W], M. [F] [K] [W] et Mme [Q] [K] [W], le conseil de la société Axxion, la représentante de l'Autorité des marchés financiers, ainsi que le ministère public, les parties ayant été mises en mesure de répliquer.

SOMMAIRE

FAITS ET PROCÉDURE

§ 1

I. LES FAITS

§ 1

II. LA DÉCISION ATTAQUÉE

§ 5

III. LES RECOURS

§ 6

MOTIVATION

§ 14

I. SUR LA RECEVABILITÉ DU RECOURS DE HMG, GAY-LUSSAC ET LE GIE GREENSTOCK

§ 14

II. SUR LE RECOURS EN ANNULATION ET RÉFORMATION DE GAUMONT ET DU GROUPE FAMILIAL [K]

§ 24

A. Sur les moyens relatifs à l'illiquidité du titre

§ 31

B. Sur les moyens relatifs au comportement de l'actionnaire minoritaire

§ 50

C. Sur les moyens relatifs à la stratégie commune

§ 66

III. SUR LE RECOURS DE HMG FINANCE, GAY-LUSSAC GESTION ET LE GIE GREENSTOCK

§ 82

IV. SUR LES DEMANDES ACCESSOIRES

§ 104

PAR CES MOTIFS

§ 105

FAITS ET PROCÉDURE

I. LES FAITS

1.La société Gaumont (ci-après « Gaumont ») est une société anonyme cotée sur le marché Euronext [Localité 6], compartiment B.

2.Gaumont est détenue par la société Ciné Par (ci-après « Ciné Par »), ainsi que par Mme [D] [K] [W] épouse [U], M. [Y] [K] [W], M. [F] [K] [W] et Mme [Q] [K] [W] (ci-après « le Groupe familial [K] »). Ils détiennent ensemble une participation majoritaire de 89,79 % du capital (2 801 429 actions) et 94,42 % des droits de vote (5 568 858 droits de vote).

3.Le solde du capital (5,71 %) est détenu par les actionnaires minoritaires suivants :

' Le fonds HMG découvertes, géré par la société HMG finance (ci-après « HMG Finance », actionnaire depuis le 14 janvier 2014 : il détient 1,85 % du capital social et 0,98 % des droits de vote ;

' Le fonds HMG découvertes PME, également géré par HMG finance et actionnaire depuis le 19 octobre 2018 : il détient 0,55 % du capital et 0,29 % des droits de vote ;

' Le fonds Gay-Lussac Microcaps, géré par la société Gay-Lussac gestion et actionnaire depuis le 9 mai 2019 : il détient 0,84 % du capital et 0,44 % des droits de vote ;

' Le fonds Monceau Microcaps Europe, également géré par Gay-Lussac gestion et actionnaire depuis le 26 juillet 2023 : il détient 0,38 % du capital et 0,20 % des droits de vote ;

' Le fonds Squad European Convictions, géré par la société Axxion (ci-après « Axxion ») et actionnaire depuis le 31 mai 2017: il détient 0,54 % du capital et 0,29 % des droits de vote ;

' Le fonds Squad Gallo Europa, également géré par Axxion et actionnaire depuis le 8 juin 2017 : il détient 0,33 % du capital et 0,17 % des droits de vote ;

' Enfin, le le groupement d'intérêt économique (ci-après « GIE ») Greenstock, actionnaire depuis le 12 juin 2017 : il détient 1,22 % du capital et 0,64 % des droits de vote.

4.Le 6 mai 2025, quatre actionnaires minoritaires, HMG finance, Gay Lussac gestion, le GIE Greenstock et Axxion ont sollicité la mise en 'uvre d'une offre publique de retrait (ci-après « OPR ») auprès de l'Autorité des marchés financiers (ci-après « l'AMF »). Au soutien de leur demande, ils ont fait valoir une absence de liquidité prévalant sur le marché de l'action Gaumont qui les empêcherait de céder leurs participations dans des conditions normales de délai et de cours.

II. LA DÉCISION ATTAQUÉE

5.Par une décision du 14 octobre 2025 n° 225C1744 (ci-après « la décision attaquée »), le Collège de l'AMF a :

' déclaré recevable la demande d'Axxion (pour le compte des fonds communs de placement Squad European Convictions et Squad Gallo Europa) ;

' déclaré irrecevable celle formulée par HMG finance, Gay-Lussac gestion et le GIE Greenstock en raison d'un comportement contraire à l'esprit de l'article 236-1 du règlement général de l'AMF (ci-après « le RGAMF ») ;

' ordonné à Gaumont, Ciné Par et au Groupe familial [K] de procéder dans un délai de 6 mois au dépôt d'un projet d'OPR visant les actions de Gaumont, libellé à des conditions telles qu'il puisse être déclaré conforme.

III. LES RECOURS

6.Deux recours ont été formés contre la décision du 14 octobre 2025 :

' un recours en annulation formé le 23 octobre 2025 par les sociétés HMG finance, Gay-Lussac gestion et le GIE Greenstock ;

' un recours en annulation et subsidiairement en réformation formé le 24 octobre 2025 par Gaumont et le Groupe familial [K].

7.Les deux instances ont été jointes le 30 octobre 2025.

8.HMG finance, Gay Lussac gestion et Greenstock demandent à la Cour de :

' Déclarer HMG finance (agissant pour le compte des fonds communs de placement HMG Découvertes et HMG Découvertes PME), Gay Lussac gestion (agissant pour le compte des fonds communs de placement Gay Lussac Microcaps et Monceau Microcaps Europe) et le GIE Greenstock recevables en leur recours en annulation formé à l'encontre de la décision rendue par l'AMF le 14 octobre 2025 ;

' Annuler ladite décision en ce qu'elle a considéré que la demande de HMG finance (agissant pour le compte des fonds communs de placement HMG découvertes et HMG découvertes PME), Gay-Lussac gestion (agissant pour le compte des fonds communs de placement Gay Lussac Microcaps et Monceau Microcaps Europe) et du GIE Greenstock visant à la mise en 'uvre d'une offre publique de retrait sur les titres de Gaumont n'était pas recevable ;

' Déclarer HMG finance, Gay Lussac gestion et le GIE Greenstock recevables en leur demande visant à la mise en 'uvre d'une OPR sur les titres de Gaumont ;

' Confirmer la décision attaquée en ce qu'elle a déclaré recevable la demande de mise en 'uvre d'une OPR sur les titres Gaumont formulée par Axxion (agissant pour le compte des fonds communs de placement luxembourgeois Squad European Convictions et Squad Gallo Europa) et ordonné au Groupe familial [K] de procéder au dépôt d'un projet d'OPR visant les actions Gaumont libellé à des conditions telles qu'il puisse être déclaré conforme, dans un délai fixé à 6 mois, en application du dernier alinéa de l'article 236-1 du RGAMF.

9.Gaumont et le Groupe familial [K] demandent à la Cour de :

' Déclarer leur recours recevable ;

' Confirmer la décision en ce qu'elle a déclaré irrecevable HMG finance, Gay-Lussac gestion et le GIE Greenstock ;

' Annuler, ou à défaut, infirmer la décision par laquelle l'AMF a déclaré le recours d'Axxion recevable et a enjoint au Groupe familial [K] de déposer une OPR ;

Statuant de nouveau :

' Déclarer irrecevable la société Axxion :

' Juger n'y avoir lieu au dépôt d'une OPR visant les actions de Gaumont ;

' Débouter l'AMF, HMG finance, Gay-Lussac gestion et le GIE Greenstock et Axxion de leurs demandes.

10.Axxion demande à la Cour de :

' Confirmer la décision rendue par l'AMF et publiée le 14 octobre 2025 en ce qu'elle a déclaré recevable la demande de mise en 'uvre d'une OPR sur les titres Gaumont formulée par Axxion (agissant pour le compte des fonds communs de placement luxembourgeois Squad European Convictions et Squad Gallo Europa), et ordonné au Groupe familial [K] de procéder au dépôt d'un projet d'OPR visant les actions Gaumont libellé à des conditions telles qu'il puisse être déclaré conforme, dans un délai fixé à 6 mois, en application du dernier alinéa de l'article 236-1 du RGAMF ;

' Condamner solidairement Mme [D] [U]-[K] [W], la société Ciné Par, M. [Y] [K] [W], M. [F] [K] [W] et Mme [Q] [K] [W] à lui payer 10 000 euros au titre des dispositions de l'article 700 du code de procédure civile, ainsi qu'aux entiers dépens.

11.L'AMF considère que les recours doivent être rejetés.

12.Le ministère public invite la Cour à déclarer recevable le recours des actionnaires minoritaires présenté par les sociétés HMG finance, Gay-Lussac gestion et le GIE Greenstock, contre la décision de l'AMF du 14 octobre 2025 et de rejeter le recours en annulation de Gaumont contre la décision de l'AMF.

13.Le 10 décembre 2025, la demande de sursis à exécution formée par Gaumont et le Groupe familial [K] a été rejetée par le magistrat délégué par le premier président.

MOTIVATION

I. SUR LA RECEVABILITÉ DU RECOURS DE HMG FINANCE, GAY-LUSSAC GESTION ET DU GIE GREENSTOCK

14.La décision attaquée a déclaré la demande d'OPR de HMG finance, Gay-Lussac gestion et le GIE Greenstock irrecevable.

15.L'AMF soulève l'irrecevabilité du recours des trois actionnaires minoritaires pour défaut d'intérêt à agir sur le fondement de l'article 31 du code de procédure civile. Elle considère, en effet, que la décision attaquée ayant fait droit à la demande d'OPR d'Axxion, cette OPR va bénéficier à tous les actionnaires minoritaires conformément à une jurisprudence de la cour d'appel de Paris (CA Paris, 26 novembre 2020 RG 20/05013 « Bourrelier »), et donc aux trois actionnaires minoritaires déclarés irrecevables. Elle en déduit que HMG finance, Gay-Lussac gestion et le GIE Greenstock n'ont pas d'intérêt à agir puisque leur demande est satisfaite.

16.HMG finance, Gay-Lussac gestion et le GIE Greenstock font valoir qu'un requérant a intérêt à agir lorsqu'il n'est pas fait droit à sa demande même partiellement, ce qui est le cas puisqu'ils ont été déclarés irrecevables. Ils précisent que la décision concernant Axxion ne suffit pas à écarter leur intérêt à agir et que l'AMF est mal fondée à soulever une irrecevabilité du recours contre la décision d'irrecevabilité qu'elle aurait rendue de manière superfétatoire.

17.Gaumont et le Groupe familial [K] développent les mêmes arguments que ceux de l'AMF.

18.Le ministère public considère que le recours est recevable, dès lors que tout actionnaire a un intérêt légitime et une qualité à exercer un recours contre la décision de conformité prise par l'AMF, s'il justifie de cette qualité à la date de la décision attaquée et à la date du recours, ce qui est le cas d'Axxion.

Sur ce, la Cour :

19.Aux termes de l'article 31 du code de procédure civile, l'action est ouverte à tous ceux qui ont un intérêt légitime au succès ou au rejet d'une prétention, sous réserve des cas dans lesquels la loi attribue le droit d'agir aux seules personnes qu'elle qualifie pour élever ou combattre une prétention, ou pour défendre un intérêt déterminé.

20.En l'espèce, la décision attaquée a déclaré irrecevable la demande formulée par HMG finance, Gay-Lussac gestion et le GIE Greenstock en raison d'un comportement contraire à l'esprit de l'article 236-1 du RGAMF.

21.Cette décision d'irrecevabilité fonde à elle seule l'intérêt à agir de HMG finance, Gay-Lussac gestion et le GIE Greenstock, et ce alors même que la décision de mise en 'uvre d'une OPR présentée par Axxion profite aux autres actionnaires minoritaires.

22.En effet, si l'AMF n'est pas tenue de procéder à l'examen de la recevabilité de toutes les demandes d'OPR formées par d'autres actionnaires minoritaires sur le fondement de l'article 236-1 du RGAMF et tendant aux mêmes fins, la recevabilité de la demande de l'un profitant aux autres actionnaires minoritaires, cette règle prétorienne ne prive pas pour autant l'actionnaire minoritaire d'un recours contre la décision de l'AMF qui aurait néanmoins examiné la recevabilité de sa demande pour l'écarter.

23.Le recours de HMG finance, Gay-Lussac gestion et du GIE Greenstock est, dès lors, recevable.

II. SUR LE RECOURS EN ANNULATION ET RÉFORMATION DE GAUMONT ET DU GROUPE FAMILIAL [K]

24.La décision attaquée a retenu que la demande d'Axxion de mise en 'uvre d'une OPR était recevable et que Gaumont et le Groupe familial [K] devaient la mettre en 'uvre dans un délai de 6 mois.

25.L'alinéa 1er de l'article 236-1 du RGAMF, pris sur le fondement de l'article L. 433-4 I, 1° du CMF, dispose : « Lorsque le ou les actionnaires majoritaires détiennent de concert, au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, au moins 90 % du capital ou des droits de vote d'une société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé d'un État membre de l'Union européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen, y compris la France, ou ont cessé de l'être, le détenteur de titres conférant des droits de vote n'appartenant pas au groupe majoritaire peut demander à l'AMF de requérir du ou des actionnaires majoritaires le dépôt d'un projet d'offre publique de retrait. ».

26.Cette condition relative au seuil requis, en l'espèce 94,42 % des droits de vote (pièce n° 1 de l'AMF), n'est pas contestée par les auteurs du recours, Gaumont et le Groupe familial [K].

27.Néanmoins, il résulte des termes de l'article 236-1 du RGAMF susvisé que la seule réunion des conditions préalables tenant à la cotation du titre et au seuil de détention de concert des actionnaires majoritaires ne suffit pas à

rendre obligatoire l'OPR (Com. 6 mai 1996, pourvoi n° 94-13.708).

28.L'alinéa 2 de l'article 236-1 du RGAMF impose en effet à l'AMF d'examiner notamment les conditions prévalant sur le marché des titres concerné et des éléments d'information apportés par le demandeur. Il dispose :

« Après avoir procédé aux vérifications nécessaires, l'AMF se prononce sur la demande qui lui est présentée au vu notamment des conditions prévalant sur le marché des titres concernés et des éléments d'information apportés par le demandeur. Si elle déclare la demande recevable, l'AMF la notifie à l'actionnaire ou aux actionnaires majoritaires alors tenus de déposer, dans un délai fixé par l'AMF, un projet d'offre publique de retrait libellé à des conditions telles qu'il puisse être déclaré conforme. ».

29.L'OPR ayant pour finalité de permettre à l'actionnaire minoritaire dont le titre a perdu sa liquidité sur un marché rendu étroit par le poids relatifs des majoritaires, de sortir de la société dans des conditions normales de cours et de délai, l'AMF, saisie d'une telle demande, doit donc notamment, en premier lieu, déterminer s'il est possible au demandeur de céder ses titres sur le marché dans des conditions normales de cours et de délai. Elle en examine donc la liquidité. Elle doit, en second lieu, vérifier les conditions d'acquisition des titres pour lesquels l'actionnaire demandeur requiert la possibilité de sortie.

30.Ces deux points seront examinés successivement.

A. Sur les moyens relatifs à l'illiquidité du titre

31.La décision attaquée a relevé que la possibilité pour les requérants de céder leurs titres sur le marché, dans des conditions normales de cours et de délai, apparait durablement compromise et sans perspective d'amélioration.

32.Elle a considéré que l'étroitesse du marché du titre Gaumont résultait notamment de l'annulation le 27 juillet 2017 des actions auto détenues à la suite de l'OPR intervenue en 2017 et de l'acquisition par Ciné Par de 34 000 actions Gaumont représentant 1,09 % du capital le 24 novembre 2017. Elle a constaté que la liquidité s'est dégradée année après année, les échanges étant passés de 110 324 en 2018 à 17 172 en 2024, soit un nombre d'actions échangées annuellement divisé par 6 entre 2018 et 2024.

33.Sur la base d'un volume moyen de 25 % de titres échangés par mois pour ne pas perturber le marché, elle en a déduit qu'un délai anormalement long de 6,33 ans était nécessaire pour qu'Axxion puisse céder l'intégralité des 27 185 actions détenues en 2025.

34.Les auteurs du recours font valoir que :

' L'illiquidité du titre, connue en 2017 d'Axxion, ne s'est pas aggravée.

' La période de référence entre 2018 et 2024 retenue par l'AMF n'est ni appropriée ni justifiée, la référence utile étant les années 2012-2015 et 2021-2024 , qui démontrent que l'illiquidité du titre ne s'est pas aggravée.

' La finalité de l'offre publique de rachat d'actions (ci-après «l'OPRA ») de 2017, qui était d'offrir de la liquidité aux actionnaires minoritaires, n'a pas été prise en compte.

' L'AMF s'est fondée à tort sur une opération d'acquisition intervenue le 24 novembre 2017 au profit de Ciné Par, alors que c'est HMG découvertes qui a vendu à Ciné Par 34 000 actions, ce qui a fourni de la liquidité à l'actionnaire minoritaire, de sorte qu'il est paradoxal d'imputer au groupe majoritaire un grief tiré d'une baisse de liquidité du titre.

' Le flottant n'a pas été examiné pour apprécier la liquidité du titre, alors qu'il permet de constater qu'avant 2017 et l'opération de rachat-annulation des titres Gaumont, le marché présentait les mêmes caractéristiques de liquidité.

' La décision attaquée n'a pas motivé l'agrégation des participations individuelles des fonds Squad gérés par Axxion à laquelle elle a procédé pour computer le délai théorique nécessaire pour solder leurs participations.

35.L'AMF considère que :

' Le constat de l'illiquidité du titre résulte des données objectives fournies par l'entreprise Euronext.

' La situation d'illiquidité s'est aggravée depuis 2017.

36.Le ministère public considère que la situation d'illiquidité du titre a été examinée par l'AMF et qu'il convient de rejeter la demande d'annulation pour défaut de motivation.

Sur ce, la Cour :

37.Comme il l'a été déjà énoncé aux paragraphes 28 et 29 du présent arrêt, l'alinéa 2 de l'article 236-1 du RGAMF dispose que : « Après avoir procédé aux vérifications nécessaires, l'AMF se prononce sur la demande qui lui est présentée au vu notamment des conditions prévalant sur le marché des titres concernés et des éléments d'information apportés par le demandeur. (...) ».

38.Il en résulte que l'AMF doit déterminer s'il est possible pour l'actionnaire minoritaire de céder ses titres sur le marché dans des conditions normales de cours et de délai. Elle examine donc la liquidité du titre.

39.En l'espèce, les auteurs du recours contestent les éléments retenus par l'AMF rappelés au paragraphe 31 à 33 du présent arrêt et soulèvent différents moyens. Il convient de les examiner.

40.En premier lieu, il est constant que la liquidité était très restreinte en 2017 au moment de l'acquisition des titres par Axxion. Cette situation n'est contestée par aucune des parties au recours. Comme le précisent Gaumont et le Groupe familial [K], cette situation était connue et signalée au marché, le rapport public de l'expert indépendant dans le cadre de l'OPRA de 2017 ayant relevé que la liquidité « était très restreinte » et qu' « il était difficile de céder ou acquérir un montant significatif d'actions sur le marché boursier : la cession d'un certain nombre d'actions a de fortes chances de perdurer sur le cours de bourse et la cession d'un bloc sur le marché peut s'avérer très difficile sinon impossible. ». En acquérant les titres Gaumont en 2017, Axxion savait, dès lors, qu'elle investissait sur un marché peu liquide.

41.Néanmoins, la seule acquisition d'un titre sur un marché peu liquide n'est pas susceptible, par principe, de faire obstacle à une demande d'une OPR par un actionnaire minoritaire sur le fondement de l'article 236-1 du RGAMF. Dans cette hypothèse, c'est l'aggravation de l'illiquidité du titre depuis son acquisition, qui est alors examinée. C'est l'examen auquel l'AMF a procédé aux paragraphes 31 à 33 du présent arrêt, auxquels il est renvoyé.

42.Pour apprécier cette dégradation, en deuxième lieu, l'AMF a retenu une période portant sur les années 2018-2024, soit postérieurement à l'acquisition des titres par Axxion et avant la demande d'OPR du 6 mai 2025. Contrairement à ce que soutiennent les auteurs du recours, cette période de référence est pertinente, puisqu'il s'agit de déterminer si l'illiquidité du titre Gaumont s'est dégradée depuis l'acquisition par l'actionnaire minoritaire. L'exclusion de l'année 2017 est en revanche justifiée, en ce que, constituant un pic d'activité sur le marché du titre Gaumont en raison de l'OPRA, elle n'est pas représentative de l'activité habituelle sur le marché du titre Gaumont. Quant à la prise en compte d'une période antérieure à l'acquisition du titre (2012-2015) comme le sollicitent les auteurs du recours, elle apparaît sans lien avec l'appréciation de la dégradation de la liquidité du titre entre l'acquisition (2017) et la demande d'OPR (2025). Concernant la période postérieure proposée par les demandeurs (2021-2024), aucun élément ne justifie que les années 2018 à 2020 en soient exclues. Il en résulte que la critique faite contre la période de référence retenue par l'AMF n'est pas fondée.

43.En troisième lieu, la critique des auteurs du recours relative à l'absence de prise en compte dans la décision attaquée de la finalité de l'OPRA de 2017 est inopérante, dès lors que cette finalité vise la situation en 2017 et non la dégradation de l'illiquidité du titre sur huit ans

44.En quatrième lieu, le reproche tenant au rappel, dans la décision attaquée, que Ciné Par a acquis un bloc de 34 000 actions, en dehors de l'OPRA, le 24 novembre 2017, représentant 1,09 % du capital de Gaumont, apparaît également infondé. Le fait que la décision mentionne que l'acquisition ait eu lieu en dehors de l'OPRA ne suggère pas, comme le soutiennent les auteurs du recours, que « le marché aurait été pris de court par un actionnaire qui n'obéit pas à une logique financière » (conclusions Gaumont page 20). En relevant cette acquisition de Ciné Par, la décision attaquée a souligné que l'acquisition avait contribué à renforcer une position déjà majoritaire du Groupe familial [K] et avait donc accentué le poids de l'actionnaire majoritaire. Quant au fait, relevé par les auteurs du recours, que ce bloc d'actions ait été cédé par un actionnaire minoritaire, HMG découvertes, à Ciné Par (pièce 2.1 de HMG finance, Gay-Lussac gestion et du GIE Greenstock), cette cession a certes permis d'offrir une liquidité du titre à cet actionnaire minoritaire mais dans un contexte particulier d'une cession d'un minoritaire à un actionnaire majoritaire intéressé par cette acquisition.

45.En cinquième lieu, concernant la critique de la décision attaquée tenant à l'absence de prise en compte du flottant, qui est constitué par les actions disponibles pour être échangées sur le marché, si cet élément est susceptible d'être un indice pour apprécier la liquidité du titre, il devient inopérant lorsque le volume d'actions échangées et la tendance à la baisse de la liquidité ressort suffisamment de données objectives fournies par l'entreprise de marché Euronext (pièce numéro 7 de l'AMF). Aux termes de l'examen du titre qu'elle a effectué aux paragraphes 31 à 33 du présent arrêt, l'AMF n'avait donc pas à analyser le flottant. En outre, il n'est pas suffisamment démontré en quoi la prise en compte de ce critère n'aboutirait pas à la même conclusion.

46.En dernier lieu, sur l'absence de motivation dans la décision attaquée de l'agrégation des participations de plusieurs fonds d'investissement, la Cour rappelle que les décisions du Collège de l'AMF en matière d'offres publiques doivent être motivées. Pour satisfaire à cette 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 d'exercer son contrôle.

47.En l'espèce, d'abord, c'est vainement que les auteurs du recours soutiennent qu'ils n'ont pas été mis en mesure de comprendre les raisons pour lesquelles l'AMF a agrégé la participation des deux fonds pour calculer le délai théorique de cession des participations, puisque la décision de l'AMF s'est conformée à la présentation de la demande : en effet, Axxion a présenté une seule demande pour les deux fonds d'investissement, Squad European Convictions et Squad Gallo Europa, et a indiqué disposer de 27 185 actions au 14 octobre 2025 (paragraphe 3 et note 9 en bas de la page 3 de la décision attaquée), ce qui représente la totalité des participations des deux fonds. Axxion étant en mesure de comprendre le sens et la portée de la décision, il n'y a pas lieu, dès lors, de prononcer l'annulation de la décision attaquée pour défaut de motivation.

48.Sur la question du bien-fondé de cette agrégation, ensuite, lorsqu'une société de gestion saisit l'AMF d'une demande d'OPR, pour le compte de plusieurs fonds d'investissement, en sollicitant la cession de l'ensemble des participations de plusieurs fonds d'investissement, qu'elle représente, l'AMF n'a pas à distinguer les deux fonds, le demandeur à l'OPR ne les ayant pas distingués lui-même. C'est, dès lors, à juste titre que l'AMF a procédé à l'agrégation des deux fonds, comme cela était présenté dans la demande d'OPR, pour calculer le délai théorique de cession de cette participation.

49.En conséquence, il convient de rejeter la demande d'annulation de la décision pour défaut de motivation et les moyens des auteurs du recours et retenir que l'AMF a caractérisé l'aggravation de la situation d'illiquidité du titre

Gaumont, de laquelle il découle l'impossibilité pour Axxion de céder ses titres sur le marché dans des conditions normales de cours et de délai.

B. Sur les moyens relatifs au comportement de l'actionnaire minoritaire

50.La décision attaquée a écarté tout comportement d'Axxion contraire à l'esprit de l'article 236-1 du RGAMF. Elle a relevé que la participation d'Axxion remonte à 2017, soit à plus de huit ans, et qu'Axxion n'avait, depuis la constitution de sa participation, procédé à aucune nouvelle acquisition ayant même cédé 31 % des actions Gaumont détenues par ses fonds. Lors de la constitution de sa participation en 2017, Axxion ne pouvait raisonnablement anticiper l'absence de toute acquisition d'actions Gaumont dans le cadre du programme de liquidité mis en place par Gaumont pendant ces huit années, ni l'absence de toute opération financière sur cette période. Elle a rappelé, enfin, que chaque situation est individuelle et doit être examinée in concreto de sorte qu'il n'y avait donc pas à comparer la situation d'Axxion avec celle de HMG finance, Gay-Lussac gestion et du GIE Greenstock.

51.Les auteurs du recours soutiennent, d'abord, qu'Axxion a constitué une position significative au capital de Gaumont au cours d'une OPRA et postérieurement à celle-ci en 2017 entre mai et juin 2017 puis en août et novembre 2017, alors qu'ils étaient informés que l'OPRA n'avait pas pour finalité d'améliorer la liquidité du titre comme l'expert indépendant l'avait relevé et que le recentrage de Gaumont sur la production cinématographique pouvait faire de cette action une valeur plus risquée, comme le relevait l'expert indépendant.

52.Ils contestent, ensuite, la décision attaquée qui a retenu qu'Axxion ne pouvait pas anticiper l'accentuation de la situation d'illiquidité, dès lors qu'elle a fait le choix délibéré d'acheter des titres dont le marché était caractérisé par une certaine illiquidité. Ils relèvent qu'Axxion a continué cette stratégie d'investissement entre 2019 et 2023 par l'envoi de manière continue de questions écrites visant la création de valeur actionnariale et portant notamment sur la liquidité du titre. Ils font valoir que l'AMF n'a pas pour mission d'entériner la pertinence économique des acquisitions réalisées par Axxion et de protéger un minoritaire qui a fait le choix délibéré de constituer et de renforcer sa participation dans une société en connaissance du caractère illiquide du titre.

53.Ils soutiennent, enfin, qu'Axxion, investisseur professionnel, en acquérant 39 273 actions en 2017 a contribué à assécher la liquidité du marché.

54.Axxion rappelle que la caractérisation d'un abus de droit est exceptionnelle et que pour démontrer que l'acquisition de titres avait pour but exclusif le dépôt d'une OPR, la jurisprudence se fonde sur des éléments temporels (CA Paris 7 avril 1998, RG n° 97/24825, CA Paris, 4 novembre 2003, RG n° 2003/03267, CA Paris 26 novembre 2020 RG n° 20/05013). Elle souligne que le rapport annuel 2004 de l'AMF mentionne que l'abus de droit est caractérisé lorsque les acquisitions ont eu pour but de créer artificiellement une situation d'illiquidité en vue de justifier la demande d'OPR. Elle soutient que l'abus de droit n'est pas démontré en l'espèce, dès lors qu'elle a constitué sa participation il y a huit ans.

55.Elle considère que les éléments retenus par la décision attaquée, bien que non nécessaires pour écarter l'abus de droit, sont constitués, à savoir l'absence d'anticipation de l'importante dégradation de la liquidité, de l'ancienneté de la constitution de la participation, des efforts déployés pour céder sa participation.

56.L'AMF et le ministère public considèrent que les moyens doivent être rejetés.

Sur ce, la Cour :

57.Comme il l'a déjà été rappelé au paragraphe 29 du présent arrêt, l'AMF doit vérifier les conditions d'acquisition des titres pour lesquels l'actionnaire demandeur requiert la possibilité de sortie. Ainsi, un comportement qui serait contraire à l'esprit de l'article 236-1 du RGAMF rendrait la demande irrecevable.

58.En l'espèce, en premier lieu, la seule circonstance qu'Axxion a acquis ses titres en 2017 au cours de l'OPRA et dans les mois qui ont suivi, alors qu'elle savait que la situation du marché du titre Gaumont n'était pas liquide, ne suffit pas à établir un détournement de la procédure de l'OPR. Comme il l'a déjà été jugé au paragraphe 41 du présent arrêt, le fait d'acquérir un titre sur un marché non liquide ne fait pas obstacle par principe à une demande d'OPR, dont les conditions doivent être examinées par l'AMF de manière in concreto.

59.En deuxième lieu, aucun élément ne démontre qu'Axxion a pu anticiper la dégradation de la situation d'illiquidité entre 2017 et 2025.

60.En effet, le seul fait, d'abord, qu'elle ait eu connaissance du rapport de l'expert indépendant réalisé pour l'OPRA qui relevait en 2017 que « la cession d'un certain nombre d'actions a de fortes chances de perdurer sur le cours de bourse et la cession d'un bloc sur le marché peut s'avérer très difficile » ne suffit pas pour en déduire que l'expert indépendant avait lui-même anticipé la situation huit ans après.

61.Ensuite, Axxion ne pouvait pas anticiper en 2017 la stratégie de Gaumont, et notamment le fait que cette dernière n'a procédé à aucune opération financière depuis 2017, comme le conseil d'administration l'a indiqué en réponse à une question écrite, lors d'une assemblée générale en 2024 « Depuis 2017, Gaumont n'a pas acheté d'action sur le marché et il n'y a pas de raison de modifier le prix » (pièce numéro 13.6 de HMG finance, Gay-Lussac gestion et GIE Greenstock). Un contrat de liquidité avait pourtant été conclu entre Gaumont et BNP Paribas Arbitrage en 2010 dont l'objectif était l'animation du marché ou de la liquidité de l'action par un prestataire de service d'investissement (pièces numéros 4 et 13.2, question 3.3, de HMG finance, Gay-Lussac gestion et du GIE Greenstock). Or, ce contrat n'a jamais été mis en 'uvre, le conseil d'administration de Gaumont soutenant, dans des réponses aux questions écrites à l'occasion des assemblées générales de 2019 et 2020 notamment, qu'il revenait davantage aux actionnaires minoritaires, qu'au conseil d'administration, d'animer le marché, dès lors qu'ils détenaient 12 % du flottant (pièces numéro 13-2 et 14-1 de HMG finance, Gay-Lussac gestion et du GIE Greenstock). Lors d'une assemblée générale du 16 juin 2020, le conseil d'administration de Gaumont a répondu à une question sur l'intérêt d'être coté en bourse de la manière suivante : « La cotation en Bourse présente l'avantage d'avoir toutes les options possibles en matière de financement Corporate, tout en entretenant un dialogue continu, formalisé et enrichissant avec ses actionnaires. » (pièce 14-2 de HMG finance, Gay-Lussac gestion et du GIE Greenstock). Il en résulte qu'au moment de ses acquisitions en 2017, Axxion n'était pas en mesure d'anticiper l'ensemble de cette politique de Gaumont et du Groupe familial [K].

62.En troisième lieu, les auteurs du recours soutiennent à tort qu'Axxion a continué sa stratégie d'investissement en 2019 et 2023, alors qu'il résulte des pièces produites qu'après l'OPRA des 31 mai et 8 août 2017 qui a constitué l'essentiel de ses acquisitions, Axxion a continué à acquérir des titres Gaumont les 15 et 30 novembre 2017 uniquement et qu'elle a même vendu des titres Gaumont à hauteur de 31 % en 2023. En effet, Axxion qui a acquis 39 273 actions en 2017, en possédait 34 164 en 2024 puis 27 185 en octobre 2025 (notes 9 et 10 de bas de page de la décision attaquée). Il en ressort donc que sa participation a diminué depuis 2017.

63.En dernier lieu, en ce qui concerne la responsabilité de la situation de l'aggravation de l'illiquidité du titre Gaumont entre 2017 et 2024, aucun élément ne démontre que cette dégradation serait imputable à Axxion.

64.C'est donc à juste titre que la décision attaquée a écarté un comportement d'Axxion contraire à l'esprit de l'article 236-1 du RGAMF.

65.Les moyens seront donc rejetés.

C. Sur les moyens relatifs à la stratégie commune

66.Les auteurs du recours font valoir que l'AMF s'est abstenue d'examiner si l'exception consacrée par la jurisprudence Bourrelier du 25 novembre 2020 (CA Paris 25 novembre 2020 RG n° 20/05013), qui écarte le fait que la recevabilité d'une demande d'OPR d'un actionnaire minoritaire profite aux autres actionnaires minoritaires, sauf s'il est établi que les actionnaires ont adopté de concert un comportement contraire à l'article 236-1 du RGMAF, avait vocation à s'appliquer à Axxion.

67.Ils affirment qu'en l'espèce, Axxion a mis en 'uvre 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 'uvre 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.

68.Ils soutiennent que le dépôt commun d'une demande d'OPR par un conseil commun révèle également une stratégie commune, ce qui n'était pas le cas dans l'affaire Bourrelier.

69.Ils contestent la nécessité d'avoir à démontrer une action de concert au sens de l'article L. 223-10 du code de commerce, la formulation dans l'arrêt Bourrelier mentionnant un comportement contraire à l'esprit de l'article 236-1 du RGAMF adopté de concert. D'ailleurs l'AMF évoque une action concertée entre les demandeurs et non une action de concert.

70.Axxion soutient que la caractérisation d'un concert nécessite la preuve de l'existence d'un accord conformément à l'article L. 233-10, I, du code de commerce, et que le parallélisme entre des comportements est insuffisant. Elle fait valoir que la jurisprudence a écarté l'existence d'une stratégie commune pour avoir sollicité la mise en 'uvre d'une OPR de manière concomitante, ou par l'intermédiaire d'un conseil unique, ou déposé une demande d'OPR conjointe ou que les participations ont été agrégées.

71.L'AMF et le ministère public considèrent qu'aucune stratégie commune n'est établie.

Sur ce, la Cour :

72. Dès lors que, conformément à l'article 236-1 du RGAMF, l'AMF, après avoir procédé aux vérifications nécessaires, s'est prononcée sur la demande qui lui a été présentée par un actionnaire minoritaire, au vu notamment des conditions prévalant sur le marché des titres concernés et des éléments d'information apportés par le demandeur, et a déclaré la demande d'OPR recevable, elle n'est pas tenue de procéder au même examen concernant les demandes présentées concomitamment par d'autres actionnaires minoritaires tendant aux mêmes fins.

73.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.

74.Ce comportement contraire à l'esprit de l'article précité adopté de concert ne renvoie pas à l'action de concert visée à l'article 233-10 du code de commerce, dont la preuve n'est pas exigée.

75.Il suffit qu'une concertation fautive soit démontrée.

76.Dans la décision attaquée, l'AMF, après avoir rappelé que la demande d'OPR profitait aux autres actionnaires, ne s'est pas prononcée sur le comportement contraire à l'esprit de l'article 236-1 du RGAMF qu'auraient eu, de concert, les actionnaires minoritaires.

77.Contrairement à ce que soutiennent les auteurs du recours, il ne s'agit pas d'un défaut de motivation.

78.En effet, dès lors que l'AMF a déclaré que, d'une part, Axxion n'avait pas eu de comportement contraire à l'esprit de l'article 236-1 du RGAMF et que, d'autre part, HMG finance, Gay-Lussac gestion et le GIE Greenstock avaient, au contraire, eu un tel comportement, la question du concert ne se posait pas, ces deux constats de l'AMF excluant un comportement concerté d'Axxion contraire à l'article 236-1 du RGAMF. En effet, il ne peut être retenu qu'Axxion n'a pas eu un comportement contraire à l'esprit de l'article 236-1 du RGAMF, mais en aurait eu un de manière concerté avec les trois autres minoritaires.

79.L'AMF n'avait donc pas à motiver sa décision au regard du comportement concerté contraire à l'esprit de l'article 236-1 du RGAMF, un tel comportement étant nécessairement exclu.

80.Le grief d'annulation n'est donc pas fondé.

81.En conséquence, le recours de Gaumont et du Groupe familial [K] est rejeté.

III. SUR LE RECOURS DE HMG FINANCE, GAY-LUSSAC GESTION ET LE GIE GREENSTOCK

82.La décision attaquée a déclaré irrecevable la demande de mise en 'uvre d'une OPR de HMG finance, Gay-Lussac gestion et du GIE Greenstock au motif que le renforcement de leurs participations au cours des dernières années caractérise un comportement contraire à l'esprit de l'article 236-1 du RGAMF, étant relevé l'absence de contrainte légale obligeant lesdites sociétés de gestion à maintenir ou accroître leurs participations.

83.Les auteurs du recours, HMG finance, Gay Lussac gestion et le GIE Greenstock, soutiennent que :

' La décision attaquée s'est écartée du texte applicable : d'abord, l'article 236-1 du RGAMF ne prévoit pas d'irrecevabilité fondée sur des opérations antérieures et en la fondant sur ce texte, il est porté atteinte aux principes de sécurité et d'imprévisibilité. Ils soutiennent, ensuite, que les périodes retenues sont différentes selon les trois requérants, : « 2024 pour la société HMG Finance, 2023 pour la société Gay-Lussac Gestion, et 2022 pour le GIE Greenstock ». Ils affirment que cette absence d'éléments objectifs ne leur permet pas d'évaluer la période à laquelle une acquisition de titres risquerait d'entraîner l'irrecevabilité d'une demande d'OPR et l'absence de sécurité juridique pour les actionnaires minoritaires.

' La décision attaquée s'est écartée des missions qui lui sont propres, et notamment « protéger l'épargne investie dans les instruments financiers » ainsi que les actionnaires minoritaires. Introduire un tel critère irait à l'encontre de cette mission.

' La décision attaquée s'est écartée de la jurisprudence rendue en matière d'abus de droit : seule la caractérisation d'un tel abus peut permettre de déclarer irrecevable une demande d'OPR, dès lors que les conditions de détention et de liquidité sont remplies. Ils soutiennent que pour constituer un abus de droit, un droit doit être détourné de sa finalité ce qui revêt un caractère exceptionnel. Ils soulignent que selon la doctrine de l'AMF et la jurisprudence, les opérations d'acquisition de titres réalisées en amont d'une demande d'OPR ne peuvent à elles seules justifier le rejet de la demande d'OPR et que deux conditions cumulatives doivent être réunies : 1/ les actionnaires ont par leur intervention sur le marché artificiellement créé les conditions qu'ils invoquent à l'appui de la demande d'OPR, à savoir l'impossibilité de céder leur participation dans des conditions normales de cours et de liquidité, et 2/ ont procédé à des opérations d'achats dans le seul but de s'en prévaloir ultérieurement dans le cadre d'une demande d'OPR. Ils citent à cet égard notamment l'affaire Cauval Industries (7 avril 1998 97/24825) et en déduisent qu'il y a abus dans la demande d'OPR du minoritaire si ce dernier crée artificiellement une situation de non liquidité de ses actions à sa seule fin de bénéficier d'un rachat à un prix supérieur à celui du marché. Ils font valoir que pour apprécier que le but exclusif d'une participation était le dépôt d'une demande d'OPR, l'AMF et la CA utilisent la proximité temporelle des deux événements.

84.En l'espèce, ils soulignent que l'AMF s'est bornée à relever l'existence d'opérations d'acquisition en remontant jusqu'à huit années avant l'introduction de l'OPR, sans établir que ces opérations poursuivaient le but exclusif de créer artificiellement les conditions d'une OPR. Ce seul constat conduit à l'annulation de la décision sur ce point. Dans tous les cas, ils expliquent que les opérations d'achat ne sont pas liées à la situation d'illiquidité qui préexistait et n'a pas été provoquée. Ils détaillent pour chacune des sociétés les investissements et les dates. Il en résulte selon eux qu'en 2022, la situation d'illiquidité existait déjà.

85.Ils exposent que leurs acquisitions étaient justifiées par des raisons économiques, celles pour les gestionnaires du fonds d'atteindre leurs objectifs. Ils soulignent qu'ils sont des professionnels qui gèrent des fonds et que si les encours sous gestion des fonds augmentent alors que le titre baisse, ils doivent acquérir des titres au fur et à mesure de la baisse ou de la hausse.

86.Ils font également valoir que ces acquisitions sont trop anciennes pour avoir un lien avec la demande d'OPR. Pour HMG découvertes et HMG finance, les fonds remontent à respectivement huit et sept ans. Pour Gay-Lussac gestion, trois ans et pour Monceau Microcaps deux ans et demi et Greenstock, sept ans.

87.Gaumont et le Groupe familial [K] font valoir que :

' L'AMF peut examiner la recevabilité de la demande d'OPR au regard du comportement du demandeur. Ils exposent que l'adverbe « notamment » qui figure à l'article 236-1 du RGAMF confère à l'AMF un large pouvoir d'appréciation d'une demande d'OPR. Ils relèvent que cet adverbe figure dans de nombreux textes sans créer d'insécurité juridique. Enfin, ils rappellent les décisions de l'AMF et une jurisprudence ancienne selon laquelle l'AMF procède à une appréciation objective et également subjective du comportement du demandeur.

' L'AMF s'est positionnée à compter de l'entrée des demandeurs au capital de Gaumont et jusqu'à la date où elle a statué sur la demande d'OPR.

' Ils contestent que la mission de l'AMF qui serait d'enregistrer la demande d'OPR au nom du droit des minoritaires à demander une OPR. Ils soulignent qu'elle doit procéder à un examen in concreto des conditions prévalant sur le marché du titre et du comportement du demandeur. Ils font valoir que l'AMF a exercé ce contrôle conformément à ses missions qui s'articulent ensemble.

' L'existence d'un comportement incompatible avec l'esprit de l'article 236-1 du RGAMF, est établie. L'AMF n'est pas tenue d'appliquer une série de critères stricts et rigides pour caractériser un abus de droit ou un comportement contraire à l'article 236-1 du RGAMF. Affirmer l'inverse ne repose sur aucun fondement. Ils soutiennent que les critères mis en avant par HMG finance, Gay-Lussac gestion et le GIE Greenstock sont contraires au droit positif. Ils rappellent que l'AMF doit procéder à une analyse in concreto. Quant à la date des acquisitions, ils rappellent que la jurisprudence veille à la stabilité de la participation du demandeur. Dans le cas d'espèce, ils estiment que l'examen de la situation individuelle des trois actionnaires confirme leur prise de participation au marché du titre Gaumont, pour HMG depuis 2017 de 29 %, pour Gay Lussac de 198 % et Greenstock de 124 %. Il est donc incontestable que les trois actionnaires minoritaires se sont renforcés au cours des années précédant la demande d'OPR et que cela a contribué à rendre ce marché de plus en plus étroit. Quant aux justifications apportées elles sont inopérantes.

88.L'AMF considère que la décision attaquée a bien examiné les acquisitions de titres entre l'entrée au capital jusqu'à la décision rendue, les périodes retenues n'étant donc pas arbitraires. Elle relève que la situation a été examinée in concreto pour chacun des fonds, et qu'il en est résulté qu'alors que le cours du titre n'a cessé de se dégrader, HMG, Gay-Lussac et Greenstock ont continué à acquérir des titres jusqu'en 2024. Elle relève que les trois actionnaires minoritaires savaient que Gaumont n'envisageait pas de sortir de la cote au regard de ses réponses apportées aux questions posées en assemblée générale (2020, 2023, 2024) relatives au maintien de la société en bourse. Elle en déduit que ce comportement est incompatible avec l'article 236-1 du RGAMF.

89.Le ministère public considère que les moyens des auteurs du recours doivent être rejetés.

Sur ce, la Cour :

90.En premier lieu, c'est vainement que les auteurs du recours critiquent le critère relatif au comportement des demandeurs d'une OPR pour apprécier la recevabilité de la demande.

91.D'abord, en effet, l'adverbe « notamment » qui figure à l'alinéa 2 de l'article 236-1 du RGAMF, pris sur le fondement de l'article L. 433-1, 1° du CMF, signifie que la liste des critères à prendre en compte n'est pas limitative. L'AMF peut donc, sur le fondement de ces textes, examiner une demande d'OPR répondant aux conditions de seuil, au prisme de plusieurs critères, dont des critères objectifs et subjectifs, comme celui relatif au comportement de l'actionnaire minoritaire, et plus précisément ses acquisitions antérieures à la demande d'OPR. Aucune atteinte aux principes de sécurité et de prévisibilité juridiques n'est donc établie.

92.Ensuite, concernant les périodes de référence, il résulte de la décision attaquée que celle prise en compte est située entre la date d'entrée au capital de Gaumont et celle de la demande d'OPR, le 6 mai 2025. Ainsi, la période concernée est de 2017 à 2024 pour HMG finance et Greenstock qui ont acquis des titres Gaumont en 2017 lors de l'OPRA et de 2019 à 2024 pour Gay-Lussac gestion qui est entré au capital de Gaumont en 2019. Le fait que l'AMF ait constaté « en particulier » que les participations avaient augmenté sur la période 2020-2024 pour HMG finance et sur 2017-2022 pour Greenstock n'implique pas qu'une période de référence différente selon les actionnaires minoritaires a été prise en compte.

93.Par ailleurs, l'examen de la situation de chaque actionnaire, et notamment leurs acquisitions antérieures, ne contrevient pas au droit à la liquidité dont disposerait chaque actionnaire minoritaire dans une société cotée. Comme il l'a déjà été rappelé au paragraphe 27 du présent arrêt, la seule réunion des conditions préalables tenant à la cotation du titre et au seuil de détention de concert des actionnaires majoritaires ne suffit pas à rendre obligatoire l'OPR. Il n'existe donc pas un droit à une OPR.

94.Enfin, concernant la mission de l'AMF, l'article L. 621-1 du CMF dispose que l'AMF veille à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers, mais également à « la protection des investisseurs » et « au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers ». Le fait pour le Collège de l'AMF d'examiner le comportement de l'actionnaire minoritaire, dans le cadre d'une demande d'OPR, correspond donc à ces missions.

95.Il résulte de l'ensemble de ces éléments que les critiques formées contre le critère relatif au comportement de l'actionnaire minoritaire demandeur à une OPR sont mal fondées.

96.En deuxième lieu, c'est vainement que les auteurs du recours affirment que seule la démonstration d'une prise de participation dans le but exclusif de se constituer une position destinée à servir de fondement à une demande d'OPR permettrait de caractériser un abus.

97.La Cour rappelle que l'OPR doit être justifiée non seulement par les caractéristiques du marché considéré (partie II.A) mais également par la situation particulière des minoritaires qui en font la demande. Cet examen consiste à vérifier que l'actionnaire minoritaire n'a pas eu un comportement contraire à l'esprit de l'article 236-1 du RGAMF. À cet égard, elle prend en compte l'ancienneté de la participation de l'actionnaire minoritaire par rapport à sa demande d'OPR ainsi que la stabilité de cette participation. Il s'agit d'écarter toute demande d'OPR qui serait formée, de mauvaise foi, dans le but de détourner l'OPR de sa finalité.

98.En l'espèce, la décision attaquée, notamment en ses bas de pages numéros 7,8 et 9, a relevé, d'une part, que la participation de HMG finance entre 2017 et 2024 a augmenté de 29 %, et particulièrement entre 2020 et 2024. Celle

de Gay-Lussac gestion a augmenté de 148 % entre 2020 et 2024, celle du GIE Greenstock a augmenté de 124 % depuis 2017, et plus particulièrement depuis 2020.

99.La décision a, d'autre part, constaté qu'aucune contrainte légale obligeant les sociétés à maintenir ou accroître leurs participations n'était établie.

100.Cette seule constatation suffit à rendre inopérantes les raisons personnelles invoquées par les auteurs du recours pour justifier leurs acquisitions. Il n'y a pas lieu, dès lors, de les examiner.

101.Force est donc de constater que l'AMF a relevé un renforcement de la participation des trois minoritaires, alors que la situation d'illiquidité du titre s'était fortement dégradée (divisée par six comme il l'a été vu au paragraphe 32 du présent arrêt) entre 2018 et 2024.

102.C'est, dès lors, à juste titre que l'AMF en a conclu que le renforcement des positions des trois minoritaires traduisait un comportement contraire à l'esprit de l'article 236-1 du RGAMF et que la demande d'OPR était donc irrecevable.

103.Il convient donc de rejeter le recours de HMG finance, Gay-Lussac gestion et du GIE Greenstock.

IV. SUR LES DEMANDES ACCESSOIRES

104.L'équité ne commande pas qu'il soit fait application des dispositions de l'article 700 du code de procédure civile.

105.HMG finance, Gay-Lussac gestion et le GIE Greenstock, Gaumont,Ciné Par et Mme [D] [U] [K] [W], M. [Y] [K] [W], M. [F] [K] [W] et Mme [Q] [K] [W] seront condamnés aux dépens.

PAR CES MOTIFS

LA COUR , statuant publiquement,

DÉCLARE recevable le recours des sociétés HMG finance, Gay-Lussac gestion et du groupement d'intérêt économique Greenstock formé à l'encontre de la décision de l'Autorité des marchés financiers n° 225C1744 du 14 octobre 2025 déclarant irrecevable leur demande de mise en 'uvre d'une offre publique de retrait visant les actions de la société Gaumont ;

Sur le fond, LE REJETTE ;

REJETTE le recours formé par la société Gaumont, la société Ciné Par et Mme [D] [U] [K] [W], M. [Y] [K] [W], M. [F] [K] [W] et Mme [Q] [K] [W] contre la décision de l'Autorité des marchés financiers n° 225C1744 du 14 octobre 2025 déclarant recevable la demande de mise en 'uvre d'une offre publique de retrait visant les actions de la société Gaumont présentée par la société Axxion, et irrecevable la même demande présentée par les sociétés HMG finance, Gay-Lussac gestion et le groupement d'intérêt économique Greenstock ;

DIT n'y avoir lieu à indemnité sur le fondement de l'article 700 du code de procédure civile ;

CONDAMNE aux dépens les sociétés HMG finance, Gay-Lussac gestion et le groupement d'intérêt économique Greenstock, la société Gaumont, la société Ciné Par et Mme [D] [U] [K] [W], M. [Y] [K] [W], M. [F] [K] [W] et Mme [Q] [K] [W].

LE GREFFIER,

Valentin HALLOT

LA PRÉSIDENTE,

Isabelle FENAYROU