

Chronique de droit des marchés financiers

Pierre-Henri Conac

*Max Planck Fellow, Max Planck Institute Luxembourg
Professeur à l'université du Luxembourg*

Bénédicte François

Professeure à l'université Paris Est-Créteil (UPEC)

Anne-Catherine Muller

Professeure à l'École de droit de la Sorbonne (Paris I)

Johan Prorok

*Maître de conférences à l'université CY Cergy Paris Université,
membre du LEJEP*

La chronique de droit des marchés financiers porte sur la période de décembre 2022 à mi-mars 2023. Sur cette période, en ce qui concerne l'information financière, il est à noter un renforcement de la doctrine de l'AMF sur les sociétés qui recourent aux OCABSA qui se révèlent dangereuses pour les investisseurs, surtout particuliers. En matière de gouvernance, on notera la mise à jour du code AFEP-MEDEF de gouvernement d'entreprise pour y intégrer davantage encore la RSE et les enjeux climatiques. S'inscrivant dans le même courant, la commission consultative Climat et finance durable de l'AMF soutient les résolutions climatiques qui ont fait l'objet d'un rapport récent du Haut Comité juridique de la Place financière de Paris (HCJP).

I. AMF et ESMA

[...]

II. Information financière

L'AMF remplit sa mission de protection de l'épargne en modifiant sa doctrine pour alerter les épargnants sur les risques d'investir dans des sociétés qui émettent des OCABSA

AMF, Guide d'élaboration des prospectus et de l'information à fournir en cas d'offre au public ou d'admission de titres financiers, Position-recommandation DOC-2020-06, Applicable au 14 février 2023.

Le rôle principal de l'Autorité des marchés financiers (AMF) est de protéger les investisseurs. Cet objectif nécessite pour le superviseur d'agir concrètement et de prendre des risques, y compris en portant des affaires en justice, en dénonçant publiquement certaines pratiques, ou en modifiant sa doctrine pour les encadrer.

L'AMF doit donc être félicitée d'avoir modifié sa position-recommandation DOC-2020-06 « Guide d'élaboration des prospectus et de l'information à fournir en cas d'offre au public ou d'admission de titres financiers » afin d'attirer l'attention des investisseurs sur les risques liés à certaines techniques de financement différé par actions. Il s'agit

compétences »²². En outre, la proposition de directive sur le devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité (dite directive « 3D » ou « CSDDD » pour « *Corporate sustainability due diligence directive* »), qui est encore en cours de discussion, confère également au conseil d'administration un rôle cardinal. C'est ainsi que, dans la version présentée par la Commission le 23 février 2022²³, l'article 25 intitulé maladroitement « devoir de sollicitude des administrateurs » alors que la version anglaise du projet emploie le terme « *duty of care* », que l'on peut traduire par « devoir de diligence », dispose que les États membres veillent à ce que, lorsqu'ils s'acquittent de leur obligation d'agir dans le meilleur intérêt de l'entreprise, les administrateurs tiennent compte des conséquences de leurs décisions sur les questions de durabilité, y compris, le cas échéant, sur les droits de l'homme, le changement climatique et l'environnement, et ce à court, moyen et long terme, et l'article 26 rend les administrateurs responsables de la mise en œuvre et de la surveillance des mesures de vigilance. Ces deux articles ne figurent plus dans le projet, nettement plus en retrait, adopté le 30 novembre dernier par le Conseil²⁴. Néanmoins, les discussions devant le Parlement sont loin d'être closes. Les préconisations du Code AFEP-MEDEF concernant le comité RSE rejoignent aussi celles de l'AMF dans son dernier rapport sur la gouvernance²⁵. L'Autorité avait relevé que 82 % des sociétés étudiées avaient déjà mis en place un comité en charge de la RSE, dont 83 % des sociétés du CAC 40. De même, le code Middledenext

l'envisage dans sa recommandation n° 8²⁶. Cependant, le code AFEP-MEDEF révisé ne précisant pas les attributions de ce comité, des chevauchements de compétence risquent d'apparaître avec le comité d'audit.

3. En troisième lieu, l'intégration de critères RSE dans la rémunération des dirigeants est, soulignent l'AFEP et le MEDEF, un levier puissant pour porter ces préoccupations au premier plan. Afin d'accompagner un mouvement déjà largement engagé, le code révisé précise désormais que la rémunération des dirigeants mandataires sociaux intègre, parmi les critères liés à la RSE, au moins un critère en lien avec les objectifs climatiques de l'entreprise²⁷. Il préconise, en outre, que des critères quantifiables soient privilégiés afin de faciliter leur mesure.

4. Au-delà, la question de la « consultation » des parties prenantes par les instances de la société n'est pas évoquée par le code AFEP-MEDEF²⁸. Or, qu'il s'agisse du plan de vigilance ou du rapport de durabilité, la formalisation du dialogue avec ces parties est impérieuse. Sans cela, le devoir de vigilance ne sera qu'une obligation de pure forme, et non un dispositif de réduction des risques au quotidien. Quant au rapport de durabilité, la CSRD impose, par le biais de la double matérialité, d'évaluer – par définition – les incidences de l'activité de la société sur les parties prenantes (investisseurs, ONG, salariés, etc.) en matière sociale, environnementale et de gouvernance²⁹.

B. F.

(22) Art. 1^{er}, § 4), de la directive CSDR modifiant l'art. 19 bis de la directive 2013/34/UE.

(23) Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil sur le devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité et modifiant la directive (UE) 2019/1937, COM(2022) 71 final 2022/0051(COD).

(24) Conseil européen, Règles sur le devoir de vigilance pour les grandes entreprises : le Conseil adopte sa position, Communiqué du 1^{er} déc. 2022 ?, www.consilium.europa.eu/fr/press/press-releases/2022/12/01/council-adopts-position-on-due-diligence-rules-for-large-companies/

(25) AMF, Rapport 2022 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées, 1^{er} déc. 2022, spéc. p. 4 ; V. égal. B. François, RSE : un nouveau pallier a été franchi, *Rev. sociétés* 2023. 62.

(26) MiddleNext, Code de gouvernement d'entreprise, nouvelle édition : sept. 2021.

(27) Recommandation 26.1.1.

(28) Ce point est à distinguer du « gouvernement » des parties prenantes, qui consisterait à associer celles-ci à la prise de décision, au niveau d'une assemblée ou d'un conseil d'administration d'un type nouveau (v. J.-J. Daigre, Vers un « conseil des parties prenantes » dans les grandes sociétés ?, *JCP E* 2022. 1411 et P.-H. Conac, Les projets de normes durabilité ESRS (*European Union Sustainability Reporting Standards*) de l'EFRAG renoncent à promouvoir le « capitalisme des parties prenantes », *Rev. sociétés* 2023. 56).

(29) V. EFRAG, ESRS 1 (*European Sustainability Reporting Standard*), « General Requirements ». 3.3. Double materiality et 3.4. Impact materiality. Le texte ne consacre pas un « gouvernement des parties prenantes » (V. P.-H. Conac, *op. cit.*, 56).

La Commission Climat et finance durable de l'AMF soutient les résolutions climatiques.

AMF, Commission Climat et finance durable : Publication sur les résolutions climatiques, mars 2023

L'Autorité des marchés financiers (AMF) comprend plusieurs commissions consultatives dont une, créée en 2019, sur « Climat et finance durable ». Les travaux de ces commissions, présidées par un membre du collège, permettent à l'AMF d'établir un dialogue avec les acteurs de la place, y compris également des universitaires. Elles sont consultées par l'AMF dans leur domaine de compétence et émettent des avis informels. Néanmoins, rien ne leur interdit légalement de prendre une position publique et de publier un rapport qui n'engage pas l'AMF, comme elle l'a d'ailleurs rappelé dans un communiqué

publié le même jour. C'est ce qu'a fait la Commission Climat et finance durable sur la question des résolutions climatiques.

Les résolutions climatiques (*say on climate*) ont été promues par Sir Christopher Hohn, fondateur du *Hedge Fund* activiste, « The Children's Investment Fund » (TCI) en 2003. Elles ont depuis pris une grande importance et un débat sur leur légalité s'est fait jour. Le Haut Comité juridique de la place financière de Paris (HCJP) a justement publié en décembre 2022 un rapport sur les

Résolutions climatiques « *Say on Climate* ». Le groupe de travail a estimé que de telles résolutions, dès lors qu'elles sont simplement consultatives, étaient légales « ne heurtent aucune règle juridique et en particulier pas le principe de hiérarchie des organes sociaux ». La question fait en effet l'objet d'un débat juridique et certains auteurs refusent même cette possibilité au nom du principe de hiérarchie des organes et de séparation des fonctions dans la société anonyme, posée l'arrêt *Motte* de 1946¹. Selon cet arrêt, « [...] la société anonyme est une société dont les organes sont hiérarchisés et dans laquelle l'administration est exercée par un conseil élu par l'assemblée générale ; [...] il n'appartient donc pas à l'assemblée générale d'empiéter sur les prérogatives du Conseil en matière d'administration ». En l'espèce, l'assemblée générale s'était attribué les pouvoirs du conseil d'administration ce qui était à la fois excessif et impraticable. Néanmoins, des aménagements limités sont tout à fait acceptables dès lors qu'ils ne conduisent pas l'assemblée générale à « micro-manager » la société.

Il existe des partisans de la validité des résolutions climatiques qui rejettent l'arrêt *Motte*, notamment le Forum de l'investissement responsable (FIR). Du fait du débat sur la portée réelle de cet arrêt, le rapport du HCJP a conclu qu'« Au regard des réserves exprimées sur la validité de cette pratique en l'absence de cadre spécifique, le Groupe de travail propose l'adoption de recommandations (*soft law*) destinées à introduire le principe de la possibilité de telles résolutions ainsi qu'à recommander un cadre général, en particulier s'agissant de l'information à délivrer aux actionnaires sollicités pour exprimer leur avis consultatif ».

C'est dans ce cadre qu'un groupe de travail au sein de la commission Climat et finance durable a préparé un rapport afin de peser sur le débat. Il est très favorable aux résolutions climatiques et s'insurge contre le refus de TotalEnergies d'inscrire à l'ordre du jour de l'assemblée générale de 2022 une résolution climatique présentée par onze investisseurs. Le rapport note qu'il s'agirait là d'une « spécificité française » car BP, Shell et Équinor auraient bien accepté d'inscrire à l'ordre du jour de telles propositions de résolution. Le rapport ne fournit aucune analyse juridique sur ce point. Les propositions sont très proches de celles que formule, officieusement, le FIR.

Les auteurs du rapport estiment que « l'évolution du cadre réglementaire et législatif pour faciliter le dépôt de résolutions climatiques en France est indispensable. ». Les auteurs du rapport formulent plusieurs propositions qui n'emportent pas l'adhésion.

Tout d'abord, le conseil d'administration devrait accepter d'inscrire à l'ordre du jour les résolutions climatiques déposées par les actionnaires qui ne pourraient ainsi plus être rejetées « sous prétexte d'interférence avec ses prérogatives stratégiques ». Il devrait donc y avoir un régime spécial des résolutions climatiques par rapport aux autres résolutions d'actionnaires. Il ne paraît pas justifié de créer un régime spécial pour les seules résolutions climatiques. De plus, l'argument selon lequel

les conseils d'administration useraient de « prétexte » n'est pas argumenté. Seule la justice pourrait, au cas par cas, trancher ce débat. La solution « *one size fits all* » proposée par le rapport est inacceptable et fait fi tant du droit actuel que du maintien de la nécessaire spécialisation des organes de la SA puisque certaines résolutions climatiques, automatiquement inscrites à l'ordre du jour, pourraient aller au-delà d'une résolution générale ou ne pas être consultatives.

Ensuite, les auteurs du rapport proposent de donner à l'AMF le même rôle de filtre que celui qu'exerce la *Securities and Exchange Commission* (SEC) aux États-Unis. La SEC reconnaît à chaque actionnaire d'une société cotée, détenant au moins pour 2 000 dollars d'actions ou 1 % du capital², la possibilité de proposer un projet de résolution, accompagné d'un exposé des motifs, et de le faire joindre aux demandes de procuration (*proxy*) envoyées par la société. Ce mécanisme, qui remonte dans son principe à 1942, est très favorable aux actionnaires, notamment individuels, puisqu'il confère à la résolution une portée considérable pour un coût nul³. Néanmoins, les résolutions qui s'opposent à l'élection ou à la révocation de *directors* sont exclues de ce mécanisme et la communication doit alors se faire séparément et aux frais de l'actionnaire contestataire⁴. De plus, la direction de la société peut refuser de soumettre aux actionnaires une résolution lorsque celle-ci porte sur la « conduite ordinaire des affaires », sur des activités dont le montant n'est pas significatif, le sujet pas significativement lié aux affaires de l'émetteur, ou d'autres thèmes dont une liste exhaustive a été établie par la SEC⁵. L'exclusion des résolutions portant sur la « conduite ordinaire des affaires » est justifiée par le fait que ces questions relèvent en droit des sociétés des États fédérés de la compétence des administrateurs et non des actionnaires. Ainsi, la section sect. 141 (a) du *Delaware General Corporate Law* (DGCL) dispose que : « The business and affairs of every corporation organized under this chapter shall be managed by or under the direction of a board of directors [...] ». La SEC exerce une fonction d'arbitre en cas de conflit entre l'interprétation du droit fédéral par la société et celle des actionnaires et donne sa réponse, autorisant ou non l'élimination d'une proposition d'actionnaires. En matière de résolutions climatiques, la politique de la SEC a varié entre la période de l'administration Trump, où l'approche était restrictive (rejet du « micro-management » et des propositions incluant des méthodes précises)⁶ et celle de Biden. Depuis 2021, l'approche est plus souple et la référence à des délais ou à des méthodes n'est plus considérée en soi comme du micro-management dès

(1) Civ. 4 juin 1946, S. 1947. 1. 153.

(2) La SEC n'imposait pas de seuil avant 1983. Release n°. 34-20091 (1983). Pour une présentation de la réforme de 1983, V. Marilyn B. Cane, *The revised SEC shareholder proxy proposal system : attitudes, results and perspectives*, *Journal of Corporation Law*, Fall, 1985, p. 57.

(3) Pour un historique de la règle 14a-8, V. Patrick J. Ryan, *Institutional shareholder proposals and corporate democracy*, *Georgia Law Review*, Fall 1988, p. 97.

(4) Règle 14a-8(c)(8) et Règle 14a-7 et 14a-11.

(5) Règle 14a-8(c). La liste des cas d'exclusion s'est progressivement étoffée et modifiée depuis 1942, date à laquelle fut adoptée la règle 14a-8.

(6) V. *Shareholder Proposals : SEC Staff Legal Bulletin N°. 14K* (CF), 16.10.2019.

(7) *Shareholder Proposals : SEC Staff Legal Bulletin N°. 14L* (CF), 03.11.2021.

lors que le conseil d'administration conserve sa liberté de manœuvre dans la gestion⁷.

En France, en cas de refus d'inscription d'une résolution climatique à l'ordre du jour par le conseil, ce dernier serait obligé de saisir l'AMF. Cette approche est soutenue par certains auteurs.⁸ Certes, l'AMF a toujours fait indirectement du droit des sociétés au nom de la protection des actionnaires, déjà du temps de la Commission des opérations de bourse (COB) et notamment sous l'impulsion de Pierre Bézard⁹. Dans ce cas, cette activité ponctuelle a toujours été encadrée par le juge. De même, l'AMF a un rôle en matière de gouvernance d'entreprise même s'il se limite en principe à la publication d'un rapport annuel. Son action a d'ailleurs donné des résultats satisfaisants par la persuasion ou, plus rarement, au moyen d'instruments de droit souple (*name and shame*). La proposition du rapport irait beaucoup plus loin et ferait de l'AMF, sous le contrôle du juge, un organe de supervision du droit des sociétés. Or, il n'est sans doute pas souhaitable de confier ce rôle à l'AMF dont la mission principale est la protection des épargnants et non pas la mise en œuvre du droit des sociétés. Il s'agirait d'un changement de nature pour l'AMF. Si l'on choisissait cette voie, ce qui peut se justifier, on ne comprend pas pourquoi alors la compétence de l'AMF devrait être limitée aux seules résolutions climatiques ? il faudrait l'étendre à toutes les résolutions et en fait à toutes les questions liées au droit des sociétés cotées. Est-ce raisonnable ou même utile alors que le juge judiciaire peut trancher ces questions et qu'il le fera de toute façon en appel ? Même limité à la question des résolutions climatiques, l'AMF devrait embaucher du personnel, ce qui n'est pas réaliste budgétairement.

Une troisième proposition semble plus classique. Il s'agit, dans l'attente d'une clarification réglementaire et législative, de faciliter la saisine du tribunal de commerce. La société elle-même, et non les actionnaires, devrait saisir le tribunal de commerce pour faire trancher un litige en cas de refus du conseil d'administration de faire inscrire une résolution climatique. Là encore, une modification législative ou réglementaire est nécessaire contrairement à ce que semblent penser les auteurs du rapport. Le règlement général de l'AMF ne saurait l'imposer et une modification de code de commerce serait nécessaire. La

solution est en tout cas préférable aux deux autres propositions en ce qu'elle maintient le rôle du juge judiciaire comme interprète du droit des sociétés.

Les autres propositions du rapport sont sans doute plus consensuelles. Elles concernent les résolutions climatiques, à l'initiative des entreprises, pour valider leur stratégie climat avec leurs actionnaires, aussi appelées résolutions « Say on Climate ». Toutes les sociétés soumises à la directive relative à la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises (*Corporate Sustainability Reporting Directive* ou CSRD) du 14 décembre 2022¹⁰ devraient soumettre leur stratégie climatique et leur plan de décarbonation au vote de l'assemblée générale, par le biais d'une évolution des cadres juridiques et normatifs. Il s'agirait donc de résolutions présentées par le conseil d'administration ce qui permettrait d'éviter les résolutions qui affecteraient la gestion. Pour ce qui est du contenu des *résolutions Say on Climate*, le rapport formule de nombreuses propositions de transparence dont certaines sont très intrusives.

Le débat sur les résolutions climatiques bat son plein en France mais aussi dans d'autres États membres¹¹. Certains investisseurs activistes se plaignent des lourdeurs du droit français en la matière et considèrent l'arrêt *Motte* comme dépassé. Certes, il doit être adapté aux évolutions du droit des sociétés et de la société et des améliorations sont possibles. Néanmoins, le cadre actuel est déjà suffisamment flexible comme le note à juste titre le HCJP.

La solution se trouve peut-être ailleurs. Dans son communiqué, l'AMF a invité « les sociétés cotées sur un marché réglementé, à renforcer encore leur communication sur leur stratégie climatique et à la présenter à chaque assemblée générale sous la forme d'un point à l'ordre du jour avec débat »¹². Le « point à l'ordre du jour » permet d'avoir un véritable débat, sans se trouver à voter sur une multiplicité de résolutions. Cette solution doit être encouragée au lieu de se focaliser sur la question des résolutions climatiques.

P.-H. C.

(8) S. Vermeille & P. Oudin, Recevabilité des projets de résolutions des actionnaires et contrôle de l'Autorité des marchés financiers : une approche fonctionnelle, RTDF n° 2, 2022, p. 99.

(9) V. P. Bézard & P. Chaput, Commission des opérations de bourse (COB) et la protection des actionnaires minoritaires dans les groupes de sociétés, Rev. sociétés 1982. 481.

(10) Dir. (UE) 2022/2464 du Parlement européen et du Conseil du 14 déc. 2022 modifiant les directives n° 2013/34/UE, n° 2004/109/CE et n° 2006/43/CE ainsi que le règlement (UE) n° 537/2014 en ce qui concerne la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises, JOUE 16 déc. 2022, L. 322/15.

(11) V. pour l'Allemagne, Prof. Dr. Dr. h.c. Dr. h.c. Holger Fleischer, LL.M. (Michigan) & Philipp Hülse, Maître en Droit (Paris 2), MJur (Oxford), *Klimaschutz und aktienrechtliche Kompetenzverteilung : Zum Für und Wider eines Say on Climate*, DER BETRIEB Nr.01-02, 9 janv. 2023, p. 44.

(12) Autorité des marchés financiers, Publication de la Commission Climat et Finance Durable : résolutions climatiques, Communiqué du 8 mars 2023.