

JURISPRUDENCE

Sociétés par actions

La suspension en référé du coup d'accordéon, nouvelle arme tactique à la disposition des minoritaires ?

Com. 4 janvier 2023,
note Stéphane Sylvestre p. 612

Fautes de gestion et cession de droits sociaux

Com. 25 janvier 2023,
note Bernard Saintourens p. 616

Droit pénal des sociétés

ABS : nouvelles exigences jurisprudentielles favorisant l'exercice de l'action civile individuelle par un associé

Crim. 17 mai 2023,
note Haritini Matsopoulou p. 619

Entreprises en difficulté

Affaire Orpea : que retenir du premier contentieux sur la composition des classes de parties affectées

Versailles, 22 juin 2023,
note Nicolas Morelli p. 623

Droit social et sociétés

Les conditions de désignation du représentant syndical au CSE

Soc. 22 mars 2023,
note Franck Petit p. 627

REVUE DES SOCIÉTÉS

Octobre 2023 - n° 10

DOSSIER

Le droit des sociétés à l'aune des enjeux ESG (2^e partie)

Isabelle Urbain-Parleani (sous la direction scientifique), Pierre Berlioz, Olivera Boskovic, Pierre-Henri Conac, Alain Couret, Jean-Philippe Dom, Romain Dumont, Bénédicte François, Samuel François, Grégoire Leray, Jean-Claude Magendie, Muriel de Szilberek

p. 559

CHRONIQUES

Chronique de droit des marchés financiers

— Directive CSRD :
les normes ESRS se précisent

Pierre-Henri Conac,
Bénédicte François,
Johan Prorok
et Anne-Catherine Muller

p. 634

Lefebvre Dalloz

DA|LOZ



Version numérique incluse*



59. Aussi, le législateur européen a prévu que la Commission européenne adopte, par voie d'actes délégués, des normes d'assurance pour l'assurance limitée, avant le 1^{er} octobre 2026 et pour l'assurance raisonnable, au plus tard le 1^{er} octobre 2028.

60. Dans l'attente de ces normes européennes, les États membres peuvent appliquer des normes, procédures ou exigences d'assurance nationales. C'est dans cet esprit que l'avis technique précité a été élaboré, et que des normes relatives à l'assurance limitée sont attendues d'ici la fin de l'année.

61. A cet égard, il convient toutefois d'être attentif à ne pas tomber dans un travers auquel le législateur français se laisse parfois aller : le syndrome du bon élève. On peut en effet comprendre la volonté d'être les premiers à publier une norme, avec la volonté de donner l'exemple et ainsi d'être suivis par les autres pays lors des travaux sur la norme européenne.

62. C'est une stratégie qui porte parfois ses fruits, mais qui peut aussi, assez fréquemment, s'avérer contreproductive, de deux manières : d'une part elle peut facilement conduire à la surenchère normative, faute de disposer de point de comparaison ; d'autre part, elle peut engager sur une voie qui sera par la suite abandonnée, faute d'être suivie, et de ce fait créer de l'instabilité normative.

63. Or, en la matière, il y a une circonstance qu'il faut impérativement avoir à l'esprit : l'existence de travaux déjà très avancés de l'*International Auditing and Assurance Standards Board* (IAASB) sur une norme internationale en matière d'audit de durabilité.

Cette norme, conçue pour être mise en œuvre aussi bien par des contrôleurs légaux des comptes que par d'autres professions, constituera nécessairement un point de référence mondial, dont il pourrait s'avérer risqué de s'écarter.

64. En la matière, suivant l'expression consacrée, il est donc urgent de se hâter lentement...

Le contrôle de l'effectivité de l'information extra-financière : les limites de la régulation des comportements par l'information

Pierre-Henri Conac

Professeur à l'université du Luxembourg

Max Planck Fellow, Max Planck Institute Luxembourg

1. L'Union européenne (UE) a pris depuis 2018 un grand nombre d'initiatives ambitieuses dans le domaine de la finance durable et de l'information en matière de durabilité des entreprises. En agissant ainsi, l'UE souhaite devenir le modèle international en matière d'économie durable tout comme la France souhaite en être le phare en Europe.

Le principal texte européen en la matière est la directive 2022/2464 du 14 décembre 2022 sur « la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises » dite CSRD (*Corporate Sustainability Reporting Directive*)¹. Il impose aux sociétés cotées et aux grandes sociétés non cotées la communication d'informations en matière d'ESG c'est-à-dire d'Environnement (E), de Social (S) et de Gouvernance (G). Le terme de « durabilité » s'est d'ailleurs substitué à celui d'ESG. Il ne s'agit pas d'un hasard. En effet, il est orienté puisqu'il laisse entendre qu'il n'y aurait pas de « durabilité » pour les entreprises si elles n'appliquent pas les principes ESG. Or la notion de durabilité est plus large. Certaines entreprises ont été très durables dans le temps bien que leur comportement n'ait pas respecté les normes ESG. C'est le cas, par exemple, de la Compagnie anglaise des

Indes Orientales qui a conquis l'Inde et n'était pas réputée pour sa modération dans la recherche du profit. Par ailleurs, la directive ne traite pas en tant que tel la lutte contre le réchauffement climatique qui fait l'objet d'un large consensus politique et de mesures plus contraignantes dans plusieurs textes européens ou nationaux.

Pour assurer cette transparence, la Commission a demandé au Groupe consultatif européen sur l'information financière, plus connu sous l'acronyme anglais d'*European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG), d'élaborer des normes d'information sur le développement durable. Il s'agit des *European Union Sustainability Reporting Standards* (ESRS). Ces normes d'information seront applicables aux sociétés soumises à la CSRD².

Cette exigence renforcée de transparence s'inscrit dans un effort général de la Commission européenne pour rendre l'économie plus « durable » et décarbonée. Dans ce cadre, la Commission a adopté en 2018 un plan d'action pour financer la croissance durable³. Elle a aussi

(1) Dir. (UE) 2022/2464 du Parlement européen et du Conseil du 14 déc. 2022 mod. Règl. (UE) n° 537/2014, Dir. 2004/109/CE, Dir. 2006/43/CE et Dir. 2013/34/UE, en ce qui concerne les rapports de durabilité des entreprises, JOUE L 322/15, 16 déc. 2022.

(2) V. P.-H. Conac, Les projets de normes de durabilité ESRS de l'EFRAG et leur conception de la gouvernance d'entreprise et du rôle des parties prenantes, *Rev. sociétés* 2022. 576.

(3) Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil européen, au Conseil, à la Banque centrale européenne, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, Plan d'action : financer la croissance durable, Bruxelles, le 8 mars 2018 COM(2018) 97 final.

adopté « Le pacte vert pour l'Europe » du 11 décembre 2019 qui vise à mieux orienter les flux financiers et les capitaux vers les investissements « verts »⁴. Elle a également fixé un objectif pour l'UE de réduction des émissions nettes de gaz à effet de serre de 55 % d'ici à 2030 par rapport aux niveaux de 1990. D'une manière générale, elle vise à mettre en place une économie neutre sur le plan climatique d'ici à 2050 et à faire de l'Europe le premier continent neutre de la planète sur le plan climatique.

2. Le plan de la Commission pour rendre l'économie plus durable inclut aussi une proposition de directive du 23 février 2022 sur le devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité (*Corporate Sustainability Due Diligence* ou CSDD)⁵. Il s'agit d'un texte d'une ampleur inégalée en matière de droit des sociétés européen puisqu'il contient des dispositions en matière d'intérêt social et de devoir de diligence des administrateurs (*duty of care*)⁶. Elle prévoit aussi une application extraterritoriale.

3. L'effort porte également sur la finance durable avec trois textes principaux.

Le premier texte est un règlement dit « Taxonomie » de juin 2020 qui définit et classe les activités « durables » vers lesquelles doivent s'orienter de préférence les investissements privés⁷. En effet, ces derniers doivent aussi être mobilisés car les investissements publics peuvent déjà plus facilement être orientés. Le Règlement « Taxonomie » constitue un alphabet destiné aux sociétés et aux investisseurs. Un autre règlement était prévu et visait à établir une liste d'activités socialement durables. Un rapport préalable a été publié pour la Commission en février 2022⁸. Néanmoins, le projet a pris du retard en raison d'oppositions politiques et a été reporté à la prochaine législature européenne.

Le second texte en matière de finance durable, mais chronologiquement le premier, est un règlement sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers (*sustainability-related disclosures in the financial services sector* ou SFDR) de 2019⁹. Il vise à renforcer la protection des investisseurs finaux en normalisant la communication en matière d'ESG par les sociétés de gestion de fonds d'investissement (Organismes de placement collectifs en valeurs mobilières ou OPCVM) et de fonds d'investissement alternatifs (*Alternative Investment Funds*). Il distingue trois types de fonds d'investissement en fonction de leur degré d'ali-

gnement sur le règlement « Taxonomie ». Certains fonds, qualifiés de « vert foncé » ont pour objectif explicite la durabilité (article 9). D'autres, qualifiés de « vert clair », affichent des préférences environnementales ou sociales mais seulement parmi d'autres objectifs (article 8). Enfin, la catégorie restante est celle des fonds d'investissement sans préférence spécifique de durabilité (article 6).

Le troisième texte est la directive 2014/65/UE du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers dite « MiFID II ». Dans ce cadre, les investisseurs sont appelés à exprimer des préférences en matière d'ESG.

4. L'obligation d'information imposée par la directive CSRD aux entreprises cotées et non cotées soumises à son champ d'application doit donc se comprendre en prenant en compte l'ensemble du dispositif législatif et réglementaire européen. De ce point de vue, l'objectif de la directive CSRD devient plus clair. En réalité, il ne s'agit pas simplement de communiquer une information mais de chercher à imposer au moyen de celle-ci un changement de comportement des entreprises afin de les rendre « durables »¹⁰. L'objectif est bien d'aller au-delà de la simple divulgation d'informations.

Le contrôle de l'exhaustivité et de l'exactitude de l'information est confié par la directive CSRD à des experts indépendants mais aussi pour les sociétés cotées à l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), aux tribunaux civils en cas de dommage, et aux juridictions pénales en cas de diffusion de fausses informations. Ce contrôle est nécessaire afin de « démasquer les tartuffes » de la RSE¹¹. En effet, ce que vise en réalité la directive c'est d'assurer une « régulation par l'information » et un effet substantiel. Cette approche peut être qualifiée d'« effet Gillette » du nom d'une célèbre marque de rasoirs dont le slogan publicitaire vantait l'efficacité en ses termes : « La première lame soulève le poil, la deuxième lame le coupe ». La première lame est l'information et doit permettre à la seconde, c'est-à-dire les investisseurs et l'opinion publique, d'imposer un changement de comportement des sociétés concernées. Cependant va-t-il y avoir un « effet Gillette » ?

5. La Commission n'a pas innové car cette approche est ancienne. Par exemple, les codes de gouvernement d'entreprise sont fondés sur une obligation d'information même s'ils prévoient aussi des recommandations de nature substantielle. Ils reposent en général sur le principe « appliquer ou s'expliquer » (« *comply or explain* »). Il existe donc une expérience sur une assez longue période en Europe en matière d'impact d'obligations d'information sur le comportement des sociétés. Il est donc possible d'appliquer les leçons de cette expérience à la communication d'information de durabilité.

De plus, en matière de durabilité, il existe une certaine expérience en Europe. En effet, le tournant en droit européen a été opéré avec la directive comptable du 26 juin

(4) Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, Le contrat vert européen, COM/2019/640 final, 11 déc. 2019.

(5) Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant le devoir de diligence des entreprises en matière de développement durable et modifiant Dir. (UE) 2019/1937, Bruxelles, 23 févr. 2022, COM(2022) 71 final, 2022/0051 (COD).

(6) V. P.-H. Conac, Le devoir de vigilance et la responsabilité des entreprises, in *Les transformations européennes du droit des sociétés*, ss. la dir. F. Drummond et L. D'Avout, Éditions Panthéon-Assas, 2023, p. 93.

(7) Règl. (UE) 2020/852 du Parlement européen et du Conseil du 18 juin 2020 concernant l'établissement d'un cadre pour faciliter l'investissement durable, et mod. Règl. (UE) 2019/2088, JOUE L 198/13, 22 juin 2020.

(8) Final Report on Social Taxonomy, Platform on Sustainable Finance, févr. 2022.

(9) Règl. (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, JOUE L 317 du 9 déc. 2019.

(10) V. aussi C. Mosca and C. Picciau, *Making Non-Financial Information Count : Accountability and Materiality in Sustainability Reporting*, in Finance durable et droit : perspectives comparées, ss. dir. H. Bouthinon-Dumas, B. François et A.-C. Muller, IRJS Éditions 2020, p. 165.

(11) N. Cuzacq, La RSE, le masque et la plume, Rev. sociétés 2023. 71.

par rapport au préjudice que celles-ci risquent de porter à l'intégrité des marchés financiers ». Elle met alors en œuvre les trois critères retenus par la CJUE à ce titre : le respect des règles et codes régissant la profession de journaliste ; l'effet potentiellement dissuasif de l'interdiction des divulgations pour l'exercice de l'activité journalistique ; et les effets négatifs des divulgations sur l'intégrité des marchés financiers. Si le premier critère est rempli (le journaliste n'a pas méconnu les règles déontologiques), il n'est pas déterminant, de sorte que la cour d'appel met en balance les deux derniers critères. Après avoir observé que « l'intérêt du public de prendre connaissance de rumeurs de marché ne saurait avoir le même poids que celui d'acquiescer des informations sur des questions présentant un intérêt général majeur, qui intéressent la vie de l'ensemble de la collectivité, sont vivement débattues et médiatisées »⁸, elle relève à l'instar de la Cour de justice qu'« il convient de prendre en compte le fait que l'intérêt public poursuivi par la divulgation en cause (la liberté de la presse) s'oppose non seulement à des intérêts privés (de certains investisseurs) mais aussi à un intérêt de même nature (consistant à assurer une transparence intégrale et adéquate du marché, afin d'en protéger l'intégrité et de garantir la confiance de l'ensemble des investisseurs) ». La cour d'appel en conclut que les divulgations « ne sont pas proportionnées au sens de l'article 10 du règlement MAR » pour refuser au journaliste le bénéfice de la légitimité de la divulgation de la publication d'une rumeur à ses sources.

Appréciation. Comme pour l'information privilégiée, le raisonnement mené par la cour d'appel, de manière fidèle à la Cour de justice, est plutôt soigné et didactique, le lecteur de l'arrêt étant pris par la main à chaque étape. Si la solution semble assez générale au regard du cri-

tère de proportionnalité sur lequel elle repose, la mise en œuvre de ce critère nous apparaît cependant assez frustrante et donc pas entièrement convaincante. En quoi la liberté de la presse et la transparence des marchés constituent-elles des intérêts « de même nature » ? S'il faut comprendre qu'il s'agit de deux intérêts généraux, cela signifie-t-il que l'on ne peut établir de hiérarchie entre eux ? Et la liberté de la presse ne participe-t-elle pas aussi de la transparence du marché, à laquelle on l'oppose ? Enfin, est-on si sûr que l'ajout d'intérêts privés des investisseurs ayant subi des pertes d'un côté de la balance suffit à faire pencher celle-ci⁹ ? *Quid* des intérêts privés des investisseurs qui concrètement pourraient être amenés à souffrir de la publication d'une rumeur non vérifiée ? Il nous semble que la Cour de justice, suivie par la cour d'appel de Paris, opère simplement un choix politique en faisant prévaloir la répression des abus de marché et l'intégrité du marché sur la liberté de la presse. La clé de la décision est peut-être livrée par la cour d'appel : l'information sur des rumeurs de marché ne saurait dans une société démocratique présenter le même poids que celle sur des questions d'intérêt majeur, de sorte que la liberté de la presse peut en matière financière être davantage restreinte. Enfin, si la sanction se voit réduite de trois quarts en appel pour tenir compte du fait qu'une incertitude juridique existait à la date des faits concernant la licéité des divulgations, ce qui a justifié les questions préjudicielles, et du respect par le journaliste des règles régissant sa profession, elle demeure toutefois assez lourde (plus de trois fois la pension de retraite) pour un journaliste qui somme toute semble avoir mené des investigations assez habituelles dans le respect de sa déontologie.

J. P.

III. Franchissements de seuil et déclarations d'intention

(...)

IV. Offres publiques et offres publiques de retrait

(...)

V. Gouvernance des sociétés cotées

(...)

⁽⁸⁾ Citant CEDH, n° 22567, *Brambilla c/ Italie*, § 59.

⁽⁹⁾ Et cela d'autant qu'il a été montré que la commission d'une opération d'initié était susceptible d'entraîner des préjudices particulièrement diffus. V., ainsi, N. Spitz, *La réparation des préjudices boursiers*, préf. A. Pietrancosta, RB éd., 2010, n° 457, évoquant une « onde de préjudice » ; J. Prorok, *La responsabilité civile sur les marchés financiers*, préf. H. Synvet, LGDJ-Lextenso, Bibl. dr. priv., t. 581, 2019, n° 557, reprenant cette idée.