



JURISPRUDENCE

Sociétés en général

Pouvoir de céder l'unique fonds social : triomphe des statuts
Com. 13 mars 2024,
note Jean-François Barbièri p. 431

Sociétés anonymes

Pas de vote consultatif sur la dissociation des pouvoirs du PDG
T. com. Nanterre, 23 mai 2024,
note Dominique Schmidt p. 437

Sociétés par actions simplifiées

Clauses statutaires d'exclusion et droit de participer aux décisions collectives : l'ajustement de la portée du réputé non écrit
Com. 29 mai 2024,
note Louis-Marie Savatier p. 441

Droit des sociétés cotées

Composition administrative
Com. 10 mai 2024,
note Thierry Bonneau p. 449

Droit pénal des sociétés

L'extension du principe de transfert de la responsabilité pénale en cas de fusion-absorption aux SARL
Crim. 22 mai 2023,
note Haritini Matsopoulou p. 457

REVUE DES SOCIÉTÉS

Juillet-Août 2024 - n° 7-8

ÉTUDE

La loi visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France (L. n° 2024-537 du 13 juin 2024)
— Dispositions concernant le droit des sociétés
Alain Couret p. 419

CHRONIQUES

Chronique de droit des marchés financiers
— L'ESMA consulte sur l'application des normes ESRS : un chantier réglementaire qui lui donnera une grande influence !
Pierre-Henri Conac, et Anne-Catherine Muller p. 465

Lefebvre Dalloz

DALLOZ



Version numérique incluse*



Chronique de droit des marchés financiers

Pierre-Henri Conac

Professeur à l'université du Luxembourg
Acting Director, Luxembourg Centre for European Law (LCEL)
Max Planck Fellow, Max Planck Institute Hambourg

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 mi-décembre 2023 à mi-juin 2024. Sur cette période, on note la contribution de l'ESMA au débat sur le renforcement de l'Union des Marchés de Capitaux (Capital Markets Union ou CMU). Surtout, en matière d'information financière, l'ESMA a publié en décembre 2023 une consultation publique sur ses *Guidelines on Enforcement of Sustainability Information (GLESI)*. Il s'agit d'assurer la mise en application (enforcement) des normes d'information de durabilité (European Union Sustainability Reporting Standards ou ESRS). On notera également deux décisions de la Commission des sanctions de l'AMF qui viennent souligner la rigueur attendue de l'autorité de poursuite en matière de preuve des manquements d'initié. Enfin, une modification historique du règlement général de l'AMF est intervenue en vue de rendre optionnelle, et non plus obligatoire, la tranche « retail » dans les introductions en bourse.

I. AMF et ESMA

L'ESMA apporte sa contribution à la réforme de la Capital Markets Union (CMU)

ESMA, Building More Effective and Attractive Capital Markets in the EU, Position Paper, May 2024

L'ESMA (European Securities and Markets Authority) a publié une contribution sur l'évolution souhaitable de l'Union des Marchés de Capitaux (Capital Markets Union ou CMU). Cette contribution s'inscrit dans un débat général dont le point de référence est le rapport d'Enrico Letta (« rapport Letta »), commandé par la Présidente de la Commission européenne, et publié le 18 avril 2024¹. Il s'agit de définir l'agenda de la future Commission en attendant le rapport de Mario Draghi qui devait être rendu public fin juin 2024 et qui devrait souligner l'importance de renforcer la compétitivité du continent et appeler à des changements radicaux dans l'Union européenne.

Parmi les propositions du rapport Letta figure une centralisation de la supervision boursière, par étapes, au niveau européen au profit de l'ESMA. Deux approches sont principalement retenues. L'ESMA pourrait superviser dès 2026 les marchés les plus intégrés ou les acteurs les plus importants en termes de taille, d'activité transfrontalière et d'importance systémique. Parmi les propositions figure aussi la possibilité pour des acteurs des

⁽¹⁾ E. Letta, *Much more than a market – Speed, Security, Solidarity. Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens*, Apr. 2024.

marchés financiers d'opter pour une supervision centralisée. Cette idée, comme la précédente, doit beaucoup aux consultations d'Enrico Letta. Elle est fortement inspirée par un rapport de 2019 d'un groupe de travail présidé par Fabrice Demarigny qui est même à l'origine du nouveau nom retenu pour dépasser la CMU : une Union de l'épargne et des investissements (*Savings and Investments Union*)². En effet, le terme de CMU, comme son contenu, est jugé à Bruxelles trop technique et dépassé.

Le débat sur une éventuelle centralisation de la supervision au niveau de l'ESMA a déclenché une forte opposition au sein du Conseil des chefs d'État et de gouvernement qui a examiné le rapport Letta dès sa publication. Les arguments principaux en faveur d'une centralisation de la supervision sont que cela permettrait d'augmenter la taille du marché financier et réduirait les risques de concurrence réglementaire³. La France est très favorable à une centralisation ainsi que l'Italie, la Belgique et les Pays-Bas. La position de l'Allemagne est cruciale. Elle semble fluctuante mais fondamentalement, elle est hostile à une supervision centralisée, d'autant plus qu'elle se situerait à Paris. Des places financières comme le Luxembourg et l'Irlande y sont très hostiles. Cette opposition a conduit à un communiqué de compromis qui « invite les présidences en cours et à venir du Conseil à faire avancer, d'ici la fin de l'année, les travaux sur les recommandations qui y sont formulées »⁴. Le choix est donc renvoyé à la future Commission européenne qui devra faire des propositions concrètes. L'évolution politique en France pourrait avoir un impact sur l'équilibre au sein du Conseil et donc sur la nature et l'ampleur des propositions que pourrait faire la Commission. Il est possible que la Commission se contente de propositions techniques.

Dans ce contexte, le rapport de l'ESMA sur le futur de la CMU est d'autant plus intéressant. En effet, l'ESMA étant composée d'autorités nationales, peu désireuses en général de perdre leur autonomie et ne disposant pas par ailleurs d'un mandat politique, est cantonnée à proposer des mesures techniques. Elles n'en sont pas moins intéressantes et peuvent contribuer à améliorer la convergence réglementaire (*supervisory convergence*). Sans surprise, cette partie du rapport est la plus courte.

Les propositions de l'ESMA sont de bon sens mais leur mise en œuvre n'est pas toujours réaliste. L'ESMA recommande que les règles de niveau 1 soient limitées à des principes, de manière à ce que le cadre réglementaire européen puisse être adapté rapidement. Cette excellente idée avait été développée par le rapport Lamfalussy de 2001 mais n'a jamais réussi à s'imposer surtout après la grande crise financière de 2008. Il s'agit malheureusement d'un vœu pieux. D'une part, le cadre réglementaire est déjà très développé au niveau 1 et il est difficile d'imaginer que le Parlement européen accepterait de le rendre plus général. D'autre part, le niveau de détail des règles de niveau 1 s'explique en grande partie par le fait que les

États membres préfèrent graver dans le marbre les règles qui présentent de l'importance pour eux et répugnent à donner trop de pouvoir à la Commission et à l'ESMA dans l'élaboration des règles de niveau 2.

L'ESMA propose ensuite de mieux coordonner les différents textes qui s'appliquent au secteur financier. Il s'agit également d'une excellente idée. En effet, l'approche en silo suivie par la Commission a conduit à une accumulation de textes qui pourraient être consolidés. Étant donné que cette meilleure coordination se ferait à droit plus ou moins constant, cette proposition pourrait être suivie par la Commission.

L'ESMA demande aussi à recevoir un pouvoir de suspendre, dans des circonstances exceptionnelles, l'application de certaines règles. Les co-législateurs, en pratique la Commission, auraient le droit de s'opposer à l'exercice de ce pouvoir. Cette mesure serait également excellente et il n'y a pas d'obstacle fondamental à son adoption.

Une autre demande porte sur le renforcement des instruments à disposition de l'ESMA pour assurer une convergence réglementaire. Il s'agit de la partie clef du rapport. Les propositions ne concernent pas spécialement les sociétés cotées mais auraient un impact sur elles en matière d'application (*enforcement*) des obligations d'information. Notamment, l'ESMA dispose déjà d'outils suffisants pour assurer une convergence réglementaire en matière de normes de durabilité et sera très active dans ce domaine.

Sur la question de la centralisation, le rapport de l'ESMA se contente d'inviter les co-législateurs à réfléchir à la question. Il ne fait guère de doute qu'ESMA, en tant qu'agence, avec d'ailleurs le soutien de la Banque Centrale Européenne (BCE) dont la présidente a récemment visité l'ESMA, ne serait pas hostile à un accroissement de ses pouvoirs. Néanmoins, étant donné que le rapport a été adopté par le Conseil des autorités de surveillance (*Board of Supervisors*), il ne pouvait pas aller beaucoup plus loin. En revanche, la proposition de faire de l'ESMA le contrôleur de l'accès (*gatekeeper*) des entités et émetteurs de pays tiers désireux d'accéder au marché financier unique est logique.

Enfin, le rapport de l'ESMA, anticipant la publication du rapport de Mario Draghi, soutient le principe de renforcer la compétitivité des marchés de capitaux européens. En revanche, elle estime qu'il n'est pas nécessaire de le prévoir dans son mandat. Néanmoins, il n'est pas étonnant que les autorités qui composent l'ESMA soient réservées sur ce mandat. D'une part, il est difficile à réaliser. D'autre part, il aurait des répercussions sur leur propre mandat ce qui poserait des problèmes pour les autorités d'États membres qui ne retiennent pas cette approche.

P.-H. Conac

(2) *Savings and Sustainable Investment Union, The Next CMU High-Level Group, Report to Ministers and presented to the Finnish Presidency*, oct. 2019.

(3) V. P.H Conac, L'AMF, l'ESMA et l'Union des marchés de capitaux (UMC), Les 20 ans de l'Autorité des marchés financiers, à paraître.

(4) Réunion extraordinaire du Conseil européen (17 et 18 avr. 2024) – Conclusions, Bruxelles, 18 avr. 2024, (OR. en), pt 14.

II. Information financière

L'ESMA consulte sur l'application des normes ESRS : un chantier réglementaire qui lui donnera une grande influence !

ESMA, *Consultation Paper, Draft Guidelines on Enforcement of Sustainability Information*, 15 December 2023, ESMA32-992851010-1016. V. Actualités, p. 418.

L'Union européenne (UE) a adopté depuis 2018 plusieurs initiatives dans le domaine de l'information en matière de durabilité des entreprises et de devoir de vigilance. Le principal texte européen en matière d'information de durabilité est la directive (UE) 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. 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 « normes européennes d'information en matière de durabilité » ou *European Union Sustainability Reporting Standards* (ESRS). L'objectif de ces informations est d'informer les investisseurs et les parties prenantes internes et externes, mais aussi et surtout d'essayer d'influencer le comportement des entreprises. Il n'est pas certain que cet objectif sera atteint car les sociétés doivent assurer la recherche du profit. La réglementation des comportements par l'information a des limites². L'information peut toutefois en exposer certaines à des pressions médiatiques.

Les normes ESRS ont été préparées par l'EFRAG puis soumises à une consultation publique très courte. Elles ont ensuite été adressées en novembre 2022 à la Commission européenne qui a procédé à une nouvelle consultation. Finalement, la Commission a adopté, par un acte délégué du 31 juillet 2023 et publié en décembre 2023, une série de normes ESRS. Elles sont applicables depuis le 1^{er} janvier 2024 pour les comptes qui seront publiés en 2025³. Il s'agit de douze normes dont deux sont transversales et dix sont thématiques. Ces dernières couvrent les normes environnementales (E), les normes Sociales (S) et le standard de « conduite des affaires » (G).

Les normes ESRS doivent être appliquées par les sociétés cotées couvertes par la directive. Ceci implique une approche uniforme tant dans l'interprétation que dans l'application par les autorités nationales de supervision (Natio-

nal Competent Authorities ou NCAs). Il s'agit d'assurer une convergence réglementaire (*supervisory convergence*). De ce fait, il n'est pas étonnant que la directive CSRD ait chargé l'ESMA (*European Securities and Markets Authority*), ou Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), de développer des *Guidelines* (*Orientations*) selon l'article 16 du Règlement ESMA⁴. Ainsi, le considérant 79 de la CSRD indique que « compte tenu du caractère nouveau de ces exigences d'information en matière de durabilité, l'AEMF devrait émettre des orientations à l'intention des autorités nationales compétentes afin de promouvoir une surveillance convergente de l'information en matière de durabilité réalisée par les émetteurs relevant de la directive 2004/109/CE. Ces orientations devraient uniquement s'appliquer à la surveillance des entreprises dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé de l'Union ». Ces *Guidelines* doivent être adoptées après consultation de l'Agence européenne pour l'environnement et de l'Agence des droits fondamentaux de l'Union européenne.

En fait, l'ESMA est associée dès en amont à l'élaboration des normes ESRS ce qui est cohérent. Ainsi, le considérant 39 de la directive dispose que l'ESMA est tenue de rendre un avis sur les avis techniques de l'EFRAG. Cette obligation s'applique également à la *European Banking Authority* (EBA) dans le secteur bancaire et à la *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (EIOPA) dans le secteur des assurances et plans de pension. Afin de garantir la cohérence des normes d'information en matière de durabilité avec la politique de l'Union concernée et les dispositions pertinentes du droit de l'Union, la Commission est également tenue de consulter d'autres institutions. Il s'agit de l'Agence européenne pour l'environnement, de l'Agence des droits fondamentaux de l'Union européenne, de la Banque Centrale Européenne (BCE), du comité des organes européens de supervision de l'audit (CEAOB) et de la plateforme sur la finance durable.

C'est dans ce cadre que l'ESMA a publié le 15 décembre 2023 un document de consultation sur des *Draft Gui-*

(1) Dir. (UE) 2022/2464 du 14 déc. 2022 mod. Règl. (UE) n° 537/2014 et Dir. 2004/109/CE, 2006/43/CE et 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises. V. B. Lecourt, La « directive RSE 2 » (« directive CSRD ») : le nouveau visage de l'information en matière environnementale et sociale, Rev. sociétés 2022. 639 ; B. Parance, La directive CSRD, nouveau modèle du reporting extra-financier au service de la durabilité des entreprises, JCP E 2023. 1033 ; E. Schlumberger, Adoption de la directive CSRD concernant la publication d'informations en matière de durabilité, Dr. sociétés juin 2023. Chron. 3, spéc. n° 1 s. ; F.-G. Trébulle, La Directive sur la publication d'informations en matière de durabilité, au cœur d'un renouvellement paradigmatique ! in Directive CSRD : durabilité et régulation de l'entreprise sociétaria, colloque de Sorbonne Affaires-finance – IRJS : « Promotion de la recherche », univ. Paris 1 Panthéon- Sorbonne, 14 avr. 2023, RTD fin., avr. 2023, p. 91.

(2) P.-H. Conac, Le contrôle de l'effectivité de l'information extra-financière : les limites de la régulation des comportements par l'information, Rev. sociétés 2023. 573.

(3) Règl. délégué (UE) 2023/2772 de la Commission du 31 juill. 2023 complétant la Dir. 2013/34/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les normes d'information en matière de durabilité, JOUE L 22 déc. 2023. V. B. François, Directive CSRD : les normes ESRS se précisent, Rev. sociétés 2023. 634.

(4) Orientations de l'AEMF, art. 28 *quinquies* ; Dir. 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 déc. 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et mod. Dir. 2001/34/CE (JO L 390 du 31 déc. 2004, p. 38).

Guidelines on Enforcement of Sustainability Information. La consultation s'est terminée le 15 mars 2024 et n'a attiré qu'une dizaine de réponses, dont celles de l'Agence européenne pour l'environnement et de l'Agence des droits fondamentaux de l'Union européenne. Il est vrai qu'il s'agit simplement désormais de définir l'approche répressive en la matière, les normes ESRS étant déjà adoptées. La Commission européenne a d'ailleurs publié une Foire aux Questions afin de faciliter l'application des ESRS⁵. Ceci indique clairement l'importance politique qu'elle attache aux ESRS. L'EFRAG, en raison de son expertise, publiera aussi périodiquement des orientations techniques supplémentaires non contraignantes sur l'application des ESRS.

Néanmoins, l'interprétation se fait aussi dans l'application. De ce fait, les *Guidelines on Enforcement of Sustainability Information* (GLESI) présentent en réalité une grande importance. De plus, elles auront une influence sur l'appréciation par les tribunaux de la question de la responsabilité civile des sociétés cotées et des dirigeants même si les risques semblent limités⁶. Enfin, elles présentent un grand intérêt dans la mesure où les normes ESRS étant nouvelles, les pratiques nationales ne sont pas encore développées. Il existe donc un fort potentiel de convergence réglementaire dans le domaine de l'information de durabilité par rapport à l'information financière classique. L'efficacité des GLESI participe donc à la réalisation de l'Union des Marchés de Capitaux (Capital Markets Union) et à son renforcement souhaité par le rapport Letta du 18 avril 2024⁷.

L'un des objectifs principaux de la CSRD est de développer des normes de durabilité qui soient équivalentes aux normes comptables classiques. De ce fait, il n'est pas étonnant que l'ESMA ait utilisé comme base de rédaction des GLESI les *Guidelines on Enforcement of Financial Information* (GLEFI)⁸. Ces dernières ont été adoptées en 2014 et sont régulièrement mises à jour pour, notamment, prendre en compte les résultats des Peer reviews et de leurs *Follow-up*⁹. Il existe néanmoins des différences entre les documents afin de tenir compte des spécificités des informations de durabilité.

L'ESMA reconnaît que les sociétés cotées auront des difficultés à appliquer les ESRS lors des premières années si bien que les NCAs devraient également les « accompagner » (pt 8). En bref, faire preuve de pédagogie plutôt que d'esprit de répression. C'est d'autant plus inévitable que les ESRS seront aussi nouvelles pour les NCAs elles-mêmes.

Ainsi, la terminologie a été adaptée. L'« information financière » est devenue « information de durabilité ». De même, le « cadre d'information financière pertinent » est devenu le « cadre d'information sur la durabilité ».

(5) https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/qanda_23_4043

(6) Rapp. sur la *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD), Analyse des risques d'actions en responsabilité civile et de sanctions boursières du Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris, 25 oct. 2023.

(7) E. Letta, *Much more than a market – Speed, Security, Solidarity. Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens*, Apr. 2024.

(8) ESMA, *Guidelines on enforcement of financial information*, ESMA32-50-218, 4 February 2020.

Par rapport au GLEFI qui utilise des termes comme « inexactitude », « infraction importante », « écart » l'ESMA a choisi d'utiliser systématiquement le terme « infraction » (*infrigement*) dans le GLESI. La notion d'infraction couvre à la fois l'omission et toute inexactitude matérielle. Le terme d'inexactitude matérielle n'est pas défini par les projets de *Guidelines* de l'ESMA. Ceci donnera lieu à un contentieux important car la notion de matérialité en matière d'information de durabilité est différente de celle applicable à l'information financière. Le contentieux sera d'autant plus important que les ESRS ont introduit le concept de « double matérialité ». Or, sa mise en œuvre posera des problèmes pratiques.

Les *Guidelines* couvrent les sociétés de droit européen ou d'un pays tiers dont les valeurs mobilières sont admises aux négociations sur un marché réglementé. Dans le cas de sociétés de pays tiers, elles pourront publier des informations selon les normes étrangères dès lors qu'elles auront été déclarées équivalentes aux normes ESRS.

Néanmoins, la CSRD a un champ d'application beaucoup plus large que celui des sociétés cotées. En effet, la CSRD, étant intégrée dans la directive comptable de 2014, s'applique également à des sociétés non cotées qui dépassent une certaine taille. Le nombre de sociétés couvertes par la CSRD était estimé à 50 000. Le nombre de sociétés a été réduit en application d'une directive déléguée du 17 octobre 2023 qui a visé à prendre en compte l'inflation mais aussi, pour la Commission, à envoyer un message politique¹⁰. Les sociétés couvertes par l'ESMA sont celles qui sont soumises à la directive Transparence de 2004. L'approche de l'ESMA aura nécessairement une grande influence sur l'application des ESRS dans les sociétés non cotées au travers des auditeurs, des autorités de contrôle (registres du commerce, etc...) et, le cas échéant, des juridictions nationales. Or, ce point n'a pas été pris en compte par l'ESMA dont la compétence est limitée aux sociétés cotées. À titre de comparaison, les normes comptables financières internationales (*International Financial Reporting Standards* ou IFRS) ont un champ d'application bien plus limité.

Afin d'assurer le suivi de l'application des ESRS, l'ESMA a mis en place, comme il est d'usage courant, un *Sustainability Reporting Working Group* (SRWG) qui comprend les autorités nationales compétentes. Des réponses à la consultation publique demandent que le SRWG échange avec les différentes parties prenantes, y compris avec des représentants de sociétés non cotées. Il s'agit d'une excellente idée car les autorités qui composent l'ESMA sont également en phase d'apprentissage et auront besoin de ces remontées d'information. Une autre proposition intéressante consiste en la publication d'un rapport annuel par le SRWG sur ces questions. Le rapport devrait aborder aussi les procédures de mise en œuvre et sanctions.

(9) V. ESMA, *Follow-up Report to the Peer Review on Guidelines on Enforcement of Financial Information*, 22 March 2022, ESMA/42/111/6889.

(10) Dir. déléguée (UE) 2023/2775 de la Commission du 17 oct. 2023 mod. Dir. n° 2013/34/UE en ce qui concerne l'ajustement des critères de taille pour les micro-, petites, moyennes et grandes entreprises ou pour les groupes. V. B. Lecourt, *Révision de la directive comptable : une nouvelle définition pour les micro-, petites, moyennes et grandes entreprises*, Rev. sociétés 2024, 142.

Le SMSG (Securities and Markets Stakeholders Group) a également proposé une conférence annuelle des autorités européennes de supervision (ESMA, EBA, EIOPA) semblable au *Joint ESAs Consumer Protection Day*¹¹. Dans le même esprit, et pour éviter une dispersion des interprétations, le SRWG devrait également dialoguer avec l'EFRAG *Sustainability Reporting Board*.

D'autres problèmes plus techniques ont aussi été relevés lors de la consultation. Ainsi, la traduction des ESRS dans les autres langues officielles de l'Union européenne, réalisée en grande partie par des outils d'intelligence artificielle, est déficiente.

La mise en œuvre des normes ESRS par les autorités nationales de supervision présente de nombreuses difficultés. Les sociétés cotées n'auront pas toujours un accès facile aux informations demandées par les ESRS. Il pour-

ra s'agir de problèmes techniques pour « fabriquer » l'information mais aussi de blocages dans certains pays tiers qui pourraient refuser la collecte ou le transfert de certaines informations jugées sensibles pour la souveraineté nationale. Les autorités de contrôle devront donc faire preuve de souplesse. Ensuite, le concept de matérialité devra être adapté aux informations de durabilité. Il y aura des visions divergentes car ces informations sont aussi qualitatives. En réalité, il s'agit d'un chantier réglementaire de long cours. Ainsi, il est probable que les GLESI seront régulièrement amendées pour tenir compte de l'expérience acquise.

L'ESMA devrait publier les GLESI à la fin du second trimestre 2024.

P.-H. Conac

⁽¹¹⁾ SMSG advice to ESMA on its Consultation on the Draft Guidelines on Enforcement of Sustainability Information (GLESI), ESMA24-229244789-4699, 14 March 2024.

Manquement d'initié - Preuve

AMF CDS 31 janv. 2024 SAN-2024-03 (1), AMF CDS 15 mai 2024 SAN-2024-04 (2)

Deux décisions récentes de la Commission des sanctions viennent souligner la rigueur attendue de l'autorité de poursuite en matière de preuve des manquements d'initié.

Ces deux affaires, assez classiques, mais ayant tout de même abouti à la mise hors de cause de la quasi-totalité des personnes poursuivies¹, viennent rappeler les conditions de la sanction de manquements d'initié. La sanction de manquements d'initiés suppose, en premier lieu, de déterminer la date d'existence d'une information privilégiée, laquelle sera potentiellement utilisée par son détenteur.

L'existence d'une information privilégiée repose sur la démonstration des caractères précis, confidentiel et sensible de l'information². Sur le caractère précis, la seconde décision énonce que la préparation d'une offre publique d'acquisition revêt, assez rapidement, le caractère d'une information privilégiée. Une réalisation incertaine d'un projet n'empêche pas de qualifier l'information de précise, il ne faut pas toutefois que celle-ci soit improbable, ou impossible³. En l'espèce, la communication d'une offre, même non engageante, a été jugée comme constituant une information précise, dès lors qu'elle contenait une hypothèse

unique de prix⁴. Dans la première décision, le caractère précis ne faisait pas de doute, un accord de principe ayant été conclu pour le rachat du bloc de contrôle, prélude à une offre publique d'acquisition obligatoire⁵. L'absence d'engagement contractuel⁶, pas plus que le financement de l'acquisition, indéterminé à cette époque⁷, n'ont été jugés comme constituant des obstacles de nature entraver la réalisation de l'opération.

Sur le caractère non public, certains mis en cause dans la première affaire ont tenté de démontrer que des rumeurs sur le rachat de la société *Direct Energie* par *Total* avaient été à l'opération son caractère confidentiel. Après avoir examiné les différentes rumeurs ayant circulé, la Commission des sanctions rappelle que « des rumeurs ne sont pas de nature à ôter à l'information son caractère public »⁸. Seul un communiqué de l'émetteur le peut, car il donne à tous les participants au marché un même niveau d'information. Enfin, de façon classique, la perspective d'une offre publique d'achat est jugée comme étant « par nature »⁹ une information sensible, dès lors qu'elle se traduit nécessairement par une proposition d'acquisition des titres à un prix supérieur au cours du marché.

⁽¹⁾ Dans la première décision, les douze personnes poursuivies ont été mises hors de cause, dans la seconde, deux des trois personnes poursuivies l'ont été.

⁽²⁾ Règl. MAR, art. 7 § 1.

⁽³⁾ Il faut que la surveillance des circonstances ou des événements soit « vraisemblable », CJUE 28 juin 2012, aff. C-19/11, *Markus Geltl c/ Daimler*, pt 48, BJB 2012, 398, note S. Torck ; RDBF 2012 comm. n° 203 A. Gaudemet ; RDBF 2012 comm. n° 172 T. Bonneau.

⁽⁴⁾ Décis. comm. n° 2, § 22.

⁽⁵⁾ *Ibid.*, n° 1, § 13.

⁽⁶⁾ *Ibid.*, n° 1, § 19.

⁽⁷⁾ La Commission des sanctions souligne que l'acheteur du bloc de contrôle, la société *Total*, disposait des fonds propres suffisants pour financer l'opération, décis. comm. n° 1, § 17. Elle l'avait, de la même manière, souligné précédemment à propos du financement d'une offre publique d'acquisition, la bonne santé financière de l'acheteur, qui permet d'évacuer la question du financement et de considérer que l'opération a des chances raisonnables d'être menée à bien. Pour un exemple où l'absence de financement du projet d'acquisition n'a pas été jugé comme un élément suffisant pour ôter au projet son caractère précis, l'offrant potentiel n'étant pas surendetté, v. AMF CDS du 25 avril 2019 SAN-2019-05, *Iliad*.

⁽⁸⁾ Décis. comm. n° 1, § 24.

⁽⁹⁾ *Ibid.*, n° 1, § 43 ; *Ibid.*, n° 2, § 28.

Une fois l'existence d'une information privilégiée démontrée, il s'agit alors de prouver que cette information a circulé d'un initié primaire¹⁰ à un ou plusieurs initiés secondaires, qui l'ont utilisée. La Commission des sanctions rappelle, en préambule, que la preuve directe de comportements occultes pouvant être rarement rapportée, l'autorité de poursuite peut utiliser la preuve par faisceau d'indices, lesquels doivent être graves, précis et concordants¹¹ et permettre de conclure que « seule la détention de l'information privilégiée permet d'expliquer les opérations auxquelles les personnes mises en cause ont procédé »¹². La Commission des sanctions ajoute toutefois que « la poursuite n'a pas l'obligation d'établir précisément les circonstances dans lesquelles l'information est parvenue à la personne qui l'a utilisée ou transmise, sous condition que le rapprochement de ces indices établisse sans équivoque »¹³ la détention de l'information privilégiée. En cette matière quasi-pénale, le doute doit profiter à la personne poursuivie, les deux décisions commentées l'illustrant parfaitement, par l'absence de caractérisation suffisante de la détention de l'information privilégiée et des manquements reprochés.

Étaient poursuivis dans ces affaires des initiés primaires, soupçonnés d'avoir transmis l'information privilégiée à des initiés secondaires, soupçonnés de l'avoir utilisée. La démonstration de la commission de ces manquements supposait tout d'abord de démontrer que l'information était détenue par l'initié secondaire. Rappelons que l'initié primaire, parmi lesquels figurent au premier chef les dirigeants de l'émetteur, est présumé être détenteur de l'information¹⁴. Parmi les indices pouvant servir à prouver la détention de l'information privilégiée par l'initié secondaire, il en est un qui possède une importance particulière, le circuit de transmission de l'information. En effet, la démonstration d'un circuit plausible de transmission de l'information va servir à la fois à sanctionner l'initié primaire pour communication d'une information privilégiée, et à prouver que l'initié secondaire était devenu détenteur de l'information¹⁵. Dans les deux affaires, des indices de même nature ont été retenus par la poursuite afin de prouver la détention de l'information privilégiée. Il s'agissait tout d'abord, en plus de l'existence d'un circuit plausible de transmission, de s'appuyer sur le caractère atypique des opérations menées sur l'instrument financier auquel était liée l'information privilégiée. Ensuite, la poursuite invoque invariablement le caractère opportun des opérations, ainsi que l'absence d'autre explication plausible à la réalisation des opérations sur le marché. La Commission des sanctions, dans les deux affaires, fait montre d'une

grande rigueur dans l'appréciation des indices rapportés, rappelant par là même que la preuve par faisceau d'indices, en ce qu'elle ne constitue pas une preuve directe du fait allégué mais celle d'autres faits dont il est possible de déduire le fait reproché, la détention de l'information. Cette preuve par faisceau d'indices ne constitue qu'une présomption simple, laquelle peut être renversée par la preuve contraire. Cette preuve contraire peut consister en l'affaiblissement d'un indice à charge (la Commission des sanctions parle alors d'un indice dont la portée doit être relativisée, celui-ci ne constituant dès lors pas un indice « grave »), ou en l'apport d'un indice discordant ou encore en fournissant une autre explication plausible pour la réalisation des opérations, laquelle permet de ne pas considérer que « seule la détention » est à l'origine du comportement suspect. Dans les deux décisions commentées, tel a été le cas.

Tout d'abord, à propos de l'indice de l'existence d'un circuit plausible de transmission de l'information. Celle-ci n'a pas été suffisamment établie, dans la seconde affaire, le caractère récent (moins de huit mois) des relations entre l'initié primaire et un des initiés secondaires présumé, relativisant la portée de cet indice¹⁶. De plus, l'initié primaire, lequel avait un intérêt personnel à la réussite de l'OPA, a pu apporter des explications convaincantes quant au maintien de la confidentialité de celle-ci¹⁷, ce qui a permis de ne pas retenir l'existence d'un circuit de transmission de l'information, et ainsi d'écartier un des indices de la détention de l'information par l'initié secondaire présumé, et de disculper l'initié primaire de divulgation illicite d'information privilégiée.

Le deuxième indice, très classique lui aussi, repose sur le caractère atypique de l'opération sur le marché, celui-ci témoignant du fait que c'est la détention de l'information privilégiée qui a motivé cette opération. L'atypicité peut se manifester par différents éléments : les investissements réalisés par le passé (secteurs d'activités choisis, durée de détention des titres, profits réalisés...), les modalités de financement de l'opération, les modalités de passage des ordres sur le marché, les comptes titres utilisés... Ces différents éléments sont analysés au regard des pratiques habituelles d'investissement de la personne poursuivie. Dans la première décision, la nationalité des sociétés, objets des investissements avait été relevée¹⁸. La Commission des sanctions, s'agissant de cet indice, se montre particulièrement rigoureuse pour la période d'investissement servant de base à la comparaison : cette période doit précéder celle de l'investissement litigieux, et non lui être postérieure¹⁹, mais elle ne doit pas être trop éloignée non plus²⁰. Elle doit, de plus, inclure l'ensemble des opérations d'investissement, et non seulement certaines²¹.

(10) Dans aucune des deux affaires, les initiés primaires n'étaient mis en cause pour avoir fait usage de l'information privilégiée dont ils étaient détenteurs, mais seulement pour l'avoir transmise.

(11) Cette trilogie de caractères que doivent posséder les indices retenus est importante, ainsi que le démontrent ces deux affaires.

(12) Décis. comm. n° 1, § 32 ; *Ibid.*, n° 2, § 32. V. déjà CE 22 mai 2012, n° 344589.

(13) *Ibid.*, n° 1, § 32.

(14) Pour la jurisprudence, cette qualification « d'initié primaire », repose sur un élément commun à ceux-ci « la relation de confiance qui (les) lie à l'émetteur [...] sur lesquels porte l'information privilégiée » laquelle « implique de leur part une responsabilité particulière », CJCE 23 déc. 2009, aff. C-45/08, Spector, cons. n° 36, Rev. sociétés 2010. 325, note P.H. Conac.

(15) Décis. comm. n° 2, § 54.

(16) *Ibid.*, n° 2, § 57.

(17) *Ibid.*, n° 2, § 81 à 90.

(18) *Ibid.*, n° 1, § 47.

(19) *Ibid.*, n° 2, § 63.

(20) Dans la première décision, un investissement antérieur de plus de 18 mois a été jugé trop éloigné des faits reprochés, décis. comm. n° 1, § 94.

(21) *Ibid.*, n° 1, § 50, et 133.

Autre indice relevé par la poursuite, dont la portée est jugée quasi nulle par la Commission des sanctions, il s'agit du caractère opportun des opérations, cet indice doit être relativisé « dès lors qu'il est par hypothèse, toujours vérifié »²², faute de quoi il n'y aurait pas de poursuite...²³

Enfin, sur l'absence d'autre explication plausible au comportement suspect, lequel ne pourrait s'expliquer que par la détention de l'information privilégiée, cet indice, largement critiqué car il repose sur une fait négatif, peut être contrecarré par la fourniture d'explications positives du comportement. Tel a été le cas dans les deux affaires,

l'initié secondaire présumé ayant fourni des explications convaincantes à son investissement²⁴.

Ces deux décisions viennent rappeler que la preuve par faisceau d'indices, laquelle représente une facilité en l'absence d'éléments tangibles pour établir l'existence de comportements occultes, se doit d'être rigoureuse, en cette matière quasi-pénale, le doute profitant au mis en cause, l'affaiblissement des indices étant de nature à mettre à mal toute la construction probatoire.

A.-C. Muller

(22) *Ibid.*, n° 2, § 69.

(23) Dans la première décision, afin de caractériser le caractère opportun des opérations, la Commission des sanctions a recherché une éventuelle précipitation à acquérir les titres, laquelle attesterait indirectement de la détention de l'information privilégiée, contribuant à donner un caractère opportun aux opérations, mais cela n'a pas été caractérisé, décis. comm. n° 1, § 138.

(24) *Ibid.*, n° 1, § 112 à 115 ; *Ibid.*, n° 2, § 70 à 80.

III. Franchisements de seuil et déclarations d'intention

(...)

IV. Offres publiques et offres publiques de retrait

Modification historique du règlement général de l'AMF en vue de rendre optionnelle la tranche « *retail* » dans les introductions en bourse

Arrêté du 27 mars 2024, portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, NOR : ECOT2408319A : JO 31 mars 2024

La concurrence entre places financières a conduit l'AMF à supprimer l'ancienne obligation de prévoir une tranche pour les investisseurs personnes physiques (*retail*) lors d'une introduction en bourse sur le marché réglementé d'Euronext Paris¹. Cette obligation avait pour but de favoriser l'actionnariat individuel².

L'article 315-6, alinéa 2, du règlement général de l'AMF prévoyait que le prestataire chef de file devait faire ses meilleurs efforts pour qu'il soit répondu de façon significative aux demandes formulées par les investisseurs personnes physiques, cet objectif étant réputé atteint lorsqu'une part minimale de 10 % était mise sur le marché à disposition des investisseurs particuliers. Cette obligation, introduite en 2000 par le Conseil des Marchés Financiers (CMF) visait à permettre aux actionnaires individuels de souscrire lors de l'introduction en bourse et de ne pas être écarté par les investisseurs institutionnels³. Il s'agissait donc d'une mesure destinée à favoriser la démocratisation de l'actionnariat.

Cette tranche était contestée depuis longtemps. D'une part, elle implique de maintenir l'offre au public pendant au moins six jours ouvrables puisqu'il s'agit du délai minimum entre la mise à disposition du prospectus et la fin de l'offre en application du règlement Prospectus⁴. Ceci créait donc un risque d'exécution puisque le placement privé auprès d'investisseurs institutionnels peut être beaucoup plus rapide. D'autre part, elle rendait plus complexe le montage de l'opération. En effet, les émetteurs étaient conduits à structurer ces opérations en prévoyant deux tranches : une offre à prix ouvert (OPO) auprès des investisseurs particuliers en France et un placement global auprès d'investisseurs institutionnels en France et hors de France. Or, l'OPO implique de fixer un prix maximum et ultérieurement une fourchette de prix qui peut être modifiée si le prix à maximum est dépassé, ce qui implique de soumettre un supplément à l'AMF.

(1) V. aussi O. De Vilmorin et A. Berdou, La tranche « *retail* » devient optionnelle dans les introductions en bourse, BJB, Mai-Juin 2024, p. 38.

(2) J.-J. Daigre, De la sélection discrétionnaire des investisseurs lors d'une introduction ou d'une émission en bourse, in *Mélanges AEDBF-France IV*, 2004, Rev. Banque éditions, p. 135 s.

(3) Décis. n° 2000-01 relative à l'application des règles de bonne conduite à l'occasion de l'introduction de sociétés en bourse, art. 7. Revue mensuelle du CMF, mai 2000, n° 28, p. 6.

(4) Règl. (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, art. 21-1.

Un rapport sur les introductions en bourse de 2014 avait conclu que « Les participants au GT (Groupe de travail) estiment que le maintien d'une tranche « *retail* » obligatoire ne leur pose pas de difficulté, en ce qu'elle permet un traitement équitable des ordres des particuliers et aux émetteurs de diversifier la structure de leur actionnariat, même s'ils sont nombreux à estimer que la suppression, le cas échéant, de cette obligation de faire une offre aux particuliers ne devrait pas conduire à la disparition en pratique de ce type d'offre »⁵. Le rapport appelait toutefois à une « plus grande flexibilité dans sa mise en œuvre ».

Enfin, cette tranche présentait un autre inconvénient du point de vue de la protection des épargnants. En effet, les introductions en bourse peuvent être dangereuses pour les investisseurs individuels, en raison du risque plus élevé de surévaluation. D'ailleurs, la tranche « *retail* » est généralement plus importante dans les petites introductions en bourse qui sont généralement encore plus dangereuses.

La doctrine avait critiqué le maintien de cette obligation. Ainsi, Anne-Catherine Muller s'étonnait « de cette volonté de maintenir envers et contre tout les investisseurs personnes physiques comme participants au marché primaire. La retentissante introduction en bourse aux USA de l'action Facebook incite pourtant à davantage de retenue et il serait parfaitement concevable de n'ouvrir aux investisseurs personnes physiques que le marché secondaire, ce qui leur donnerait davantage de recul »⁶. Un autre auteur estimait que « Si la mission de l'AMF consiste à protéger l'épargne publique, pourquoi vouloir à toute force s'assurer que les membres les plus « vulnérables » du public (pour reprendre l'expression d'un des participants à la consultation) investissent directement dans des titres qui sont sur le point d'être cotés, mais sur lesquels – par définition – on ne dispose pas encore du recul nécessaire puisque leur marché est en devenir ? »⁷. En fait, l'obligation pouvait se retourner contre ceux-là même qu'elle était en théorie destinée à favoriser. Dans un contexte de concurrence entre places financières, notamment avec Amsterdam, et alors que le rôle des investisseurs individuels français a perdu de l'importance, une remise en cause semblait inéluctable. La lutte contre la surtransposition de directives et règlements européens « en l'absence d'enjeu majeur de protection des épargnants » pesait aussi dans la même direction.

(5) AMF, Rapp. final sur les introductions en bourse, Groupe de travail présidé par M. Cohen et J.-P. Hellebuyck, membres du Collège de l'AMF, 1^{er} déc. 2014, p. 12.

(6) A.-C. Muller, Rapport final sur les introductions en bourse, Rev. sociétés 2015. 61.

Ainsi, Paris Europlace avait demandé en juin 2021 de supprimer cette obligation. Un rapport notait que « Afin de permettre dans certains cas la réalisation très rapide d'opérations d'IPOs ou pour des augmentations de capital, autoriser les émetteurs, sous réserve de ne pas dépasser un certain seuil de capital, à prévoir des opérations sans tranche *retail* ou envisager un dispositif de clôture anticipée de ces opérations (à J+3 au lieu de J+6) »⁸. Dans le cadre de la Consultation de la commission européenne de 2021 sur le *Listing Act*, l'AMF avait alors suggéré une réduction de la période de souscription à trois jours ouvrables. Cette suggestion avait été reprise, sous une forme légèrement différente, dans la proposition de modification du règlement Prospectus et a été maintenue dans la version finale adoptée en juin 2024. Celle-ci prévoit que : « Dans le cas d'une première offre au public d'une catégorie d'actions qui est admise à la négociation sur un marché réglementé pour la première fois, le prospectus est mis à la disposition du public au moins trois jours ouvrables avant la clôture de l'offre ». Toutefois, l'AMF a décidé d'agir sans attendre l'entrée en vigueur du règlement Prospectus modifié.

Dès lors, la question qui se posait à l'AMF était de savoir s'il convenait de supprimer la tranche *retail* et de prévoir ou non le régime applicable s'il était exercé à titre d'option ? Il était prudent de maintenir un régime applicable en cas de tranche *retail*. Ceci, d'autant plus, qu'une majorité d'émetteurs devrait continuer à la maintenir. L'AMF s'est donc limitée à supprimer les alinéas 1 et 2 de l'article 315-6 et de maintenir l'alinéa 3. Devenu alinéa unique, il dispose que « Lorsque l'offre s'adresse à toute catégorie d'investisseurs, le prestataire chef de file s'attache à éviter un déséquilibre manifeste, aux dépens des investisseurs particuliers, entre le service de la demande qu'ils formulent et le service de la demande des investisseurs institutionnels. Ainsi, quand une procédure de placement conçue à l'intention des investisseurs institutionnels coexiste avec une ou plusieurs procédures conçues à l'intention des investisseurs particuliers, le prestataire chef de file s'attache à prévoir un mécanisme de transfert susceptible d'éviter un tel déséquilibre ».

P.-H. Conac

(7) F. Martin Laprade, Bilan critique de la consultation publique de l'AMF sur les introductions en bourse, BJB, janv. 2015, p. 14.

(8) Europlace, Émetteurs – Le choix de de Place de Paris, Rapp. du Groupe de travail, juin 2021.

V. Gouvernance des sociétés cotées

Rapport annuel 2023 de l'AMF (V. Actualités, p. 417)