

# Chronique de droit des marchés financiers

Pierre-Henri Conac

*Professeur à l'université du Luxembourg,  
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

*Professeur à l'Université Jean Monnet Saint-Etienne,  
membre du CERC RID*

*La chronique de droit des marchés financiers porte sur la période de mi-mai 2025 à mi-septembre 2025.*

*Sur cette période, on note la publication par l'ESMA des orientations communes pour la convergence des pratiques de supervision des reporting de durabilité (Guidelines on Enforcement of Sustainability Information (GLESI). En matière d'information financière, l'EFRAG a ouvert une consultation publique pour réaliser la simplification attendue des European Sustainability Reporting Standards (ESRS). En matière d'offres publiques, le Forum IPO et Paris Europlace proposent à l'AMF, dont ils félicitent l'action, des mesures ciblées pour renforcer l'attractivité de la place en matière d'introductions en bourse. Enfin, la cour d'appel de Paris a rendu une décision rare sanctionnant d'une privation de droits de vote des actionnaires agissant de concert.*

## I. AMF et ESMA

**L'ESMA publie un avis technique et un état des lieux européen sur la responsabilité pour prospectus défectueux : aucune harmonisation n'est à attendre en raison de divergences trop importantes entre États membres**

ESMA, *Final Report, Technical advice concerning civil prospectus liability, ESMA32-117195963-1413, 12 June 2025 ; Annex V. Civil liability regimes in EEA Member States in relation to the Prospectus Regulation, Member State responses to the Prospectus Civil Liability questionnaire, ESMA32-117195963-1414, 12 June 2025*

Le règlement 2024/2809 du 23 octobre 2024<sup>1</sup>, qui fait partie du Listing Act, a introduit à l'article 48, 2, *bis* du Règlement Prospectus du 14 juin 2017 une demande à la Commission européenne de préparer un rapport sur la responsabilité civile

<sup>(1)</sup> Règl. (UE) 2024/2809 du Parlement Européen et du Conseil du 23 oct. 2024 mod. Règl. (UE) 2017/1129, (UE) n° 596/2014 et (UE) n° 600/2014 afin de rendre les marchés des capitaux de l'Union plus attractifs pour les entreprises et de faciliter l'accès des petites et moyennes entreprises aux capitaux.

au titre d'un prospectus défectueux. Ce rapport doit être présenté par la Commission au plus tard le 31 décembre 2025. Il doit analyser la question de la responsabilité civile pour les informations fournies dans un prospectus, évaluer si une harmonisation plus poussée de responsabilité pour prospectus pourrait être justifiée et, le cas échéant, proposer des modifications des dispositions figurant à l'article 11. Cette demande est le fruit d'un compromis car certains États membres, notamment l'Allemagne et l'Italie, souhaitaient insérer dans le Règlement Prospectus un régime harmonisé de responsabilité pour le prospectus. Plusieurs universitaires soutiennent cette idée et un régime de responsabilité harmonisé a même été récemment élaboré<sup>2</sup>. Au vu des partisans de cette approche, une telle harmonisation serait justifiée par une volonté d'intégration accrue mais aussi par l'idée que cela faciliterait les opérations transfrontalières sur le marché primaire. En fait, de telles opérations sont très rares en matière d'actions et il n'est pas clair en quoi ces différences constituent un obstacle au marché intérieur. De plus, les règles nationales sont très différentes et une harmonisation serait donc complexe. Néanmoins l'idée est cohérente avec l'Union des marchés de capitaux et désormais le projet d'Union de l'épargne et des investissements (UEI). De ce fait, même si le Conseil n'a pas été convaincu de l'utilité d'une telle harmonisation, il a, compromis habituel, commandé une étude à la Commission. Celle-ci a délégué l'essentiel de ce travail à l'ESMA (*European Securities and Markets Authority*).

Outre l'intérêt d'une harmonisation européenne, l'argument principal consiste à dire qu'une harmonisation faciliterait les opérations transfrontalières à destination des investisseurs particuliers. Ce n'est pas certain car les marchés sont très nationaux.

L'ESMA avait lancé un *Call for Evidence* (CfE) le 28 octobre 2024 qui incluait 11 questions générales. Elle avait aussi demandé aux autorités nationales de mettre à jour un rapport du 30 mai 2013 sur les régimes applicables dans les États membres<sup>3</sup>. L'ESMA, qui a reçu seulement 20 réponses, vient de publier le résultat de cette étude comparative et donne également son avis sur une éventuelle réforme. Ce faible nombre de réponses constitue déjà un indicateur clair qu'il ne s'agit pas d'une question majeure et urgente. Le SMSG (*Securities and Markets Stakeholder Group*), qui conseille l'ESMA et comprend des universitaires et des praticiens, a également donné un avis sur la consultation.

Sans grande surprise, le rapport ne recommande pas de modifier le régime actuel du Règlement Prospectus qui prévoit une harmonisation limitée et minimale. Il ne voit pas dans les différences entre les règles des États membres en matière de responsabilité civile en matière de prospectus un obstacle aux offres transfrontalières et donc un obstacle significatif à l'UEI à ce stade. L'ESMA note qu'une harmonisation nécessiterait beaucoup de temps car les traditions des États membres en matière

de responsabilité civile sont variées et anciennes. De plus, comme le note le SMSG, une harmonisation pourrait conduire à améliorer la protection des investisseurs dans certains États membres mais à la réduire dans d'autres. Les réponses sont également divisées quant à l'utilité d'une harmonisation.

L'étude montre que des actions en responsabilité pour prospectus défectueux sont nombreuses dans certains pays : l'Autriche, l'Allemagne, l'Espagne, l'Italie et la Pologne. L'environnement contentieux varie donc fortement. Dans le cadre d'une possible harmonisation, l'idée a été suggérée d'aligner les règles de la responsabilité civile pour prospectus sur celles, sévères puisqu'elles incluent une responsabilité personnelle de l'offrant, du règlement MiCAR (*Markets in Crypto-Assets Regulation*) du 31 mai 2023. Cette idée n'a pas reçu un grand soutien. Cela n'est pas étonnant car les offres de crypto-actifs concernent des placements beaucoup plus risqués et spéculatifs. Le besoin de protection des investisseurs est donc plus important. Un tel régime aurait un effet dissuasif sur les émissions.

L'idée d'harmoniser le standard de culpabilité n'a pas été non plus retenue. Actuellement, les régimes applicables dans les États membres relèvent soit de la responsabilité sans faute, soit pour négligence et soit pour faute. Même si le concept de négligence était retenu, il faudrait une harmonisation européenne de ce concept. Ceci serait difficile et prendrait du temps. De plus, les États membres qui retiennent la responsabilité sans faute ne souhaiteraient sans doute pas y renoncer. De même, en ce qui concerne la détermination et la réparation du dommage, les réponses varient sur la solution à retenir.

Sur la charge de la preuve du caractère défectueux du prospectus, les réponses se divisent notamment entre les universitaires et les émetteurs pour demander ou rejeter une présomption de faute. En fait, celle-ci existe dans la plupart des États membres. Une harmonisation sur ce point serait donc plus facile à réaliser. En ce qui concerne le délai de prescription, il varie dans les États membres entre 6 mois et 30 ans. Dans ces conditions, tout projet d'harmonisation européenne sur ce point semble difficile.

L'ESMA écarte donc l'idée d'une harmonisation. Néanmoins, elle a suggéré, mais en appelant à faire preuve d'une grande prudence, deux pistes possibles de réflexion. La première consisterait à établir un *safe-harbour* en matière d'information prospective (*forward-looking statements*). Un tel système existe aux États-Unis depuis 1979, mis en place par la *Securities and Exchange Commission* (SEC)<sup>4</sup>. Le Congrès l'a réformé en 1995 à la demande des entreprises de la Silicon Valley et il ne concerne que les actions de groupe (*class actions*)<sup>5</sup>. La Suisse en a introduit un et le Royaume-Uni, qui a un régime restrictif de responsabilité civile pour prospectus, y réfléchit. L'ESMA et le SMSG sont intéressés par cette

(2) V. not., *Prospectus Liability Rules in Europe and Beyond : Towards Uniformity*, Danny Busch & Mathias Lehman (eds), Oxford University Press, oct. 2025, 432 pp, spéc. p. 353 s.

(3) ESMA, *Comparison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive*, 30 May 2013, ESMA/2013/619.

(4) V. P-H. Conac, *La régulation des marchés boursiers par la Commission des Opérations de Bourse (COB) et la Securities and Exchange Commission (SEC)*, Coll. Thèses de droit privé, 2002, LGDJ, n° 165.

(5) Sect. 21E du *Securities Exchange Act* de 1934.

idée. L'ESMA estime néanmoins qu'il faudrait écarter ce régime de faveur pour les start-ups, qu'il conviendrait de définir, et pour les *Special Purpose Acquisition Companies* (SPACs). Pour ces dernières, une grande rigueur s'impose mais cette mode est heureusement passée. Pour les start-ups, un régime favorable serait justifié car leur valorisation dépend surtout de leurs perspectives. De ce point de vue, seules les affirmations faites de mauvaise foi ou déraisonnable devraient ne pas profiter d'un *safe-harbour*.

Une seconde réforme possible porterait sur les règles de droit international privé issues des règlements Rome I

(responsabilité contractuelle) et Rome II (responsabilité délictuelle). L'ESMA note néanmoins qu'une réforme de ces règlements pour la seule raison d'y inclure des règles sur le prospectus serait difficile à justifier. De plus, la jurisprudence développée par la Cour de Justice en ce domaine est relativement claire.

En conclusion, il est clair qu'une réforme du régime de responsabilité civile pour prospectus défectueux n'est pas réellement nécessaire. Une telle harmonisation ne pourrait résulter que d'une forte pression politique qui n'existe pas à l'heure actuelle.

P.-H. Conac

## L'ESMA publie quatre principes relatifs aux allégations incorrectes en matière de durabilité (greenwashing) en lien avec les références ESG

*Thematic notes on clear, fair & not misleading sustainability-related claims. Addressing greenwashing risks in support of sustainable investments. First Note on ESG credentials, 1 July 2025.*

L'ESMA (*European Securities and Markets Authority*), où l'Autorité des marchés financiers (AMF) bénéficie d'une certaine influence, a consacré beaucoup d'énergie ces dernières années à assurer la promotion et la coordination de la supervision des informations en matière de durabilité. La diffusion de ces informations et la lutte contre le *Greenwashing* constituent l'une des priorités de l'ESMA, comme indiqué dans sa *Sustainable Finance Roadmap de 2022*<sup>1</sup> et sa *Stratégie 2023-2028*. L'ESMA se concentre désormais sur la supervision et la lutte contre le *Greenwashing* avec notamment un Rapport de 2024<sup>2</sup>. Il n'est donc pas étonnant qu'elle vienne de publier des notes thématiques sur les allégations claires, équitables et non trompeuses en matière de durabilité en lien avec des références ESG (*Environment, Social, Governance*).

Ces « notes thématiques », qui sont utilisées pour la première fois, s'inscrivent dans le riche arsenal des communications de l'ESMA (*public statements, statements etc...*) développé au fil du temps et utilisé notamment pour assurer la convergence réglementaire (*supervisory convergence*). La question de la lutte contre le *Greenwashing* revêt une grande importance pour l'ESMA. Elle a ainsi publié un rapport en 2024 qui constitue la référence pour son action.<sup>3</sup> Ces notes thématiques sont adressées principalement aux émetteurs et aux fonds d'investissement. Elles sont publiées dans un but simplement « éducatif » à partir d'observations sur le marché.

Comme en matière d'informations financières, les allégations en matière de durabilité doivent respecter le principe d'informations « justes, claires et non trompeuses » (*fair, clear and not misleading*). Ces allégations présentent des risques pour les investisseurs car la notion de durabilité n'est pas définie. L'ESMA note donc que cela peut conduire à des confusions, y compris de bonne foi.

L'ESMA retient quatre principes complétés par des lignes directrices (*Guidances*). Ces normes s'appliquent tant aux informations réglementées prévues par les directives et les règlements européens qu'aux informations publiées de manière non obligatoire.

L'information doit être exacte (*accurate*), accessible (*accessible*), justifiée (*substantiated*) et à jour (*up to date*). En ce qui concerne l'exactitude, l'information doit éviter toute exagération et être cohérente entre les différents supports de communication. Elle doit aussi être complète et éviter les omissions. Ensuite, les allégations doivent être basées sur des informations faciles d'accès pour les investisseurs, en évitant les simplifications exagérées. De même, l'information doit être justifiée par une argumentation et des références à des faits clairs et crédibles. Les limitations éventuelles des données utilisées doivent être communiquées. Enfin, les informations doivent être à jour.

(1) ESMA. *Sustainable Finance Roadmap 2022-2024*, February 2022.

(2) ESMA, *Final Report on Greenwashing. Response to the European Commission's request for input on "greenwashing risks and the supervision of sustainable finance policies"*, ESMA36-287652198-2699, 4 June 2024 ; ESMA, *Progress Report on Greenwashing. Response to the European Commission's request for input on "greenwashing risks and the supervision of sustainable finance policies"*, ESMA30-1668416927-2498, 31 May 2023.

(3) ESMA, *Final Report on Greenwashing. Response to the European Commission's request for input on "greenwashing risks and the supervision of sustainable finance policies"*, ESMA36-287652198-2699, 4 June 2024 ; ESMA, *Progress Report on Greenwashing. Response to the European Commission's request for input on "greenwashing risks and the supervision of sustainable finance policies"*, ESMA30-1668416927-2498, 31 May 2023.