

JURISPRUDENCE

Sociétés en général

Apport en nature et défaut
d'*affectio societatis* :
rejet d'une QPC
Com. 13 mai 2024,
note Jean-Philippe Dom p. 564

Cessions d'actions

Quand la « multi-évaluation »
de l'expert de l'article 1843-4
du code civil devient admissible !
Com. 17 janvier 2024,
note Jean-Jacques Ansault p. 568

Sociétés par actions

Conversion des actions
de préférence
Com. 10 juillet 2024,
note Thierry Bonneau p. 573

Sociétés anonymes

La dissolution judiciaire
pour pertes excessives
Com. 13 mars 2024,
note Thibault de Ravel d'Esclapon p. 578

Droit fiscal des sociétés

Exonération de taxe
sur la valeur vénale
des immeubles possédés
en France par des entités
juridiques et divulgation
de l'identité des actionnaires
Com. 10 mai 2024,
note Xavier Cabannes p. 590

Lefebvre Dalloz

DALLOZ

REVUE DES SOCIÉTÉS

Octobre 2024 - n° 10

ÉTUDES

Un « associé » déchu de son titre :
plaidoyer en faveur de la qualité
d'associé de l'usufruitier
Rana Chaaban p. 543

Pratiques des garanties d'actif
et de passif et influences internationales
Jean-François Mion p. 550

CHRONIQUES

Chronique de droit des marchés
financiers
Pierre-Henri Conac,
Bénédicte François,
Anne-Catherine Muller
et Johan Prorok p. 596



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 Hamburg*

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 CERCRIID*

La chronique de droit des marchés financiers porte sur la période de mi-juin 2024 à mi-septembre 2024. Sur cette période, on note la publication par l'ESMA des orientations communes pour la convergence des pratiques de supervision des reportings de durabilité (Guidelines on Enforcement of Sustainability Information GLESI). On notera également deux décisions de la Commission des sanctions qui viennent préciser les règles relatives à la diffusion effective et intégrale de l'information privilégiée et que la commission est liée par la qualification d'information privilégiée du collègue. Enfin, le bilan des assemblées 2024 laisse apparaître des relations plus tendues entre émetteurs et actionnaires et que les résolutions climatiques sont en baisse.

I. AMF et ESMA

Le rapport Draghi appelle à une centralisation de la supervision boursière en Europe

M. Draghi, *The future of European competitiveness. Part A, A competitiveness strategy for Europe. Part B, In-depth analysis and recommendations*, September 2024

Le rapport de Mario Draghi sur la compétitivité de l'Europe, ou plus exactement de l'Union européenne (UE), a été rendu public le 9 septembre 2024 et présenté à la Commission et au Conseil. La Commission a accueilli favorablement le rapport qui lui donne de nombreuses pistes de réflexion. L'accueil du Conseil a été moins favorable en raison du caractère très fédéraliste du rapport et notamment de la question de l'endettement commun. La présentation au Parlement européen a été surtout l'occasion pour chaque groupe politique de donner son avis sur le rapport et d'y puiser ce qui l'intéressait. Un point essentiel du rapport est la critique claire de la charge réglementaire excessive sur les entreprises qui résulte de la première Commission présidée par Ursula von der Leyen.

En matière de marchés financiers, le rapport Draghi appelle à une centralisation de la supervision boursière en Europe. Il rejoint donc les conclusions du rapport d'Enrico Letta d'avril 2024 mais fournit moins de justifications.¹ Ceci n'est pas étonnant car le rapport Letta sur le marché intérieur a présenté les arguments en faveur de la centralisation. Le rapport Draghi n'en est que la suite. Ainsi, il se contente de noter que l'UE ne dispose pas d'un superviseur boursier centralisé et d'un véritable recueil réglementaire unique (*Single Rule Book*). En revanche, la partie B du rapport « *In-depth analysis*

(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.

and recommendations » est plus précise sur la méthode à adopter pour établir une autorité boursière européenne.

En raison de l'opposition de nombreux pays, dont l'Allemagne, l'approche proposée est prudente. Elle reprend des propositions réalistes d'un groupe de travail de 2019 présidé par Fabrice Demarigny² qui ont elles-mêmes été reprises en partie dans le rapport Letta.

Ainsi, l'*European Securities and Markets Authority* (ESMA) se verrait confier la supervision exclusive des grands émetteurs multinationaux, c'est-à-dire ceux qui ont des filiales dans différents États membres de l'UE et dont le chiffre d'affaires et/ou les actifs totaux dépassent un certain seuil. Le rapport désigne tous les émetteurs appartenant aux grands indices comme le CAC 40, le DAX, l'Euro Stoxx 50, le FTSE MIB, l'IBEX 35. De même, l'ESMA superviserait directement les grands marchés réglementés disposant de plates-formes de négociation dans différentes juridictions, tels qu'Euronext. La surveillance serait assurée par l'ESMA et des équipes des autorités nationales compétentes. Enfin, l'ESMA superviserait les plateformes de contrepartie centrale (CCP).

L'ESMA deviendrait à terme équivalente à la *Securities and Exchange Commission* (SEC). Nous avons prévu cette évolution dès 1999 à la fin de la conclusion de notre thèse :

« La mise en place d'une autorité européenne demeure donc probable à terme. D'ailleurs, depuis la mise en place définitive de l'Euro en 2002, l'Europe est, du point de vue de son intégration économique, dans une situation comparable à celle que connaissaient les États-Unis en 1934 et il serait donc bien surprenant que les mêmes causes ne produisent pas les mêmes effets. Les débats qui animeront la mise en place d'une commission européenne des valeurs mobilières pourront cependant bénéficier de l'éclairage procuré par l'expérience de la COB ainsi que de celle, plus ancienne, de la SEC »³.

Le rapport note qu'une « étape essentielle pour transformer [l'ESMA] en une agence de régulation et de supervision similaire à la SEC consiste à modifier ses processus de gouvernance et de prise de décision sur le modèle de la SEC ». La SEC est dirigée par une commission de cinq membres qui doivent représenter de manière équilibrée les républicains et les démocrates. En pratique, son ou sa président(e), nommé(e) par le Président des États-Unis, influence fortement la politique générale de la SEC. L'idée du rapport Draghi est de réduire l'influence des autorités compétentes nationales qui exercent actuellement le véritable pouvoir au sein du Conseil des gouverneurs de l'ESMA. Il propose d'ajouter six personnes indépendantes et hautement qualifiées, y compris le président et quelques membres sans droit de vote, indépendants et hautement qualifiés, dont le président, au conseil d'administration de l'ESMA, comme le propose aussi le rapport Letta. En fait, c'est le modèle du *Single Supervisory Mechanism* (SSM)

que Mario Draghi, ancien président de la Banque Centrale Européenne (BCE) a en tête comme modèle pour l'ESMA. L'idée de cette combinaison n'est pas nouvelle. Elle avait été avancée pour la première fois par un rapport du *Securities and Markets Stakeholder Group* (SMSG) de l'ESMA en 2013 mais sans faire de lien direct avec une centralisation de la supervision.

"When the ECB was created, the choice was made to add six 'other' members to the Governors of Central Banks in the Governing Board and in the General Council : the six independent members, appointed by the European Council, constitute the executive board of the ECB.

*The SMSG thinks that a similar choice should be made for the ESAs. The Management Board should be composed of six independent and highly-qualified individuals, including the Chairman, appointed by qualified majority of the Council and a non-binding opinion of the European Parliament. The Board of Supervisors should be composed of the head of the national competent authorities plus the 6 members of the Management Board. This new framework would lead to more effective ESA governance, and may overcome the natural resistance of some national competent authorities to promote, through a central body, convergence in regulation and supervision- particularly given the radically different powers which the ESA can exercise as compared to the precursor Level 3 Committees."*⁴

La Commission européenne, profitant du Brexit, avait essayé de mettre en œuvre cette approche lors de la révision du statut de l'ESMA en 2017. Cette tentative, liée d'ailleurs à une centralisation de la supervision de certains prospectus, avait échoué en raison de l'opposition de nombreux États membres, et notamment de l'Allemagne. Le rapport Draghi constitue une seconde tentative, plus ambitieuse, d'arriver au même résultat.

Le rapport Draghi reprend aussi une revendication, ancienne et justifiée, selon laquelle les règles dites de niveau 1 devraient se limiter à poser des principes généraux, comme aux États-Unis avec par exemple le *Securities Act* de 1933 et le *Securities Exchange Act* de 1934. L'ESMA serait chargée de développer les règles techniques dites de niveau 2, ce qui permettrait leur adaptation plus rapide aux évolutions et aux besoins du marché. Il s'agirait d'un progrès considérable mais qui a peu de chances d'être adopté. En effet, d'une part les normes dites de niveau 1 existent déjà. Il paraît difficile de les faire « descendre » au niveau 2. Aux États-Unis, il existait déjà un État fédéral lorsque le *Securities Act* et le *Securities Exchange Act* ont été adoptés. D'autre part, les États membres seront très réticents à ce schéma car il leur ferait perdre un pouvoir important notamment lors des négociations de niveau 1 qui impliquent des décisions politiques. En effet, la législation financière peut avoir des conséquences importantes pour les États membres sur leurs économies et sur leurs budgets. Cette réforme est liée par un lien logique à une centralisation de la supervision. En effet, le Conseil des autorités de surveillance de l'ESMA n'est généralement que le reflet technique

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

(3) R.H. Conac, *La régulation des marchés boursiers par la Commission des Opérations de Bourse (COB) et la Securities and Exchange Commission (SEC)*, 2002, LGDJ.

(4) *ESMA Securities and Markets Stakeholder Group, SMSG contribution to the ESFS Consultation, An SMSG review of the ESA's including a selfassessment*, Date : 18 Jul. 2013, ESMA/2013/SMSG/013, p. 8

des positions des États membres. Dès lors, il ne servirait à rien de limiter le pouvoir des États membres au sein du Conseil pour le retrouver intact, et de manière moins démocratique, au sein d'une ESMA contrôlée par le Conseil des autorités de surveillance. Le sort des deux réformes est donc lié même si la réforme suggérée de l'architecture législative a peu de chance d'être adoptée.

Le rapport Draghi propose aussi de renforcer le financement de l'ESMA et, en pratique, à le rendre moins dépendant des États membres. Cette mesure de bon sens a peu de chance d'être adoptée en l'absence d'une décision sur la centralisation. Il s'agit des deux faces de la même pièce.

Dans cette nouvelle organisation, les autorités compétentes nationales deviendraient subordonnées à l'ESMA. Le rapport Draghi a bien conscience des oppositions de certains États membres mais aussi d'institutions financières, que cette évolution susciterait. De ce fait, il indique à la Commission européenne une méthode par étapes à suivre :

« Par conséquent, les mesures tactiques les plus judicieuses consisteraient à (i) laisser la supervision des émetteurs pu-

rement locaux aux régulateurs nationaux, comme c'est le cas pour la supervision prudentielle des petites banques au sein de l'Eurosystème ; (ii) commencer par la surveillance des émetteurs et des structures de marché, puis passer à celle des organismes de placement collectif, ce qui sera probablement plus controversé ; (iii) créer des équipes de surveillance conjointes entre l'ESMA et les superviseurs nationaux pour surveiller les émetteurs et les structures de marché importants [...] ».

Il n'est pas certain que cette approche soit pertinente. En effet, les grandes réformes en matière bancaire et financière européenne ont été globales plutôt que par étapes. Surtout, la question de fond est de savoir si la centralisation de la supervision permettrait d'accroître la taille du marché financier européen. Ce n'est pas certain car il y a avant tout un problème d'orientation de l'épargne vers les placements productifs plutôt que vers les comptes bancaires. En fait, il s'agirait d'une décision politique réalisant un saut fédéral dans la construction européenne. Beaucoup d'États membres sont opposés à cette idée.

P.-H. Conac

II. Information financière

L'ESMA publie ses *Guidelines on Enforcement of Sustainability Information* (GLESI)

ESMA, *Final Report, Guidelines on Enforcement of Sustainability Information*, 5 July 2024, ESMA32-992851010-1600

L'ESMA a publié le 5 juillet 2024 son rapport final sur les orientations communes pour la convergence des pratiques de supervision des *reportings* de durabilité (*Guidelines on Enforcement of Sustainability Information* (GLESI)). Il s'agit d'assurer la mise en œuvre des « normes européennes d'information en matière de durabilité » ou *European Union Sustainability Reporting Standards* (ESRS). Celles-ci sont prévues par 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 Les premières publications interviendront pour les plus grandes sociétés en 2025, pour l'exercice 2024. Le communiqué ne vise que les informations ESRS et ne concerne pas les informations à communiquer au titre de l'article 8 du règlement sur la Taxonomie.

Les GLESI présentent une importance considérable. L'article 28 *quinquies* de la CSRD a d'ailleurs donné mandat à l'ESMA de préparer ces Orientations. Elles s'appliquent aux émetteurs cotés sur des marchés réglementés par les régulateurs européens.² En fait, elles s'appliquent aussi aux autorités, sur le principe du *comply or explain* et pourront faire l'objet d'une évaluation par les pairs (*peer review*). Les principes ont fait l'objet d'une consultation publique commentée dans cette chronique.³ L'ESMA a aussi publié un *Public Statement* pour expliciter ses attentes relatives à l'application des principes.

Les GLESI sont inspirés des orientations pour l'information financière, les *Guidelines on Enforcement of Financial Information* (GLEFI). Il existe toutefois des différences liées à leur nouveauté puisqu'une courbe d'apprentissage est intégrée. De plus, il existe un régime différent pour les grandes entreprises par rapport aux petites et moyennes entreprises (PME). Enfin, les GLESI intègrent le concept de double matérialité. Elles ont aussi bénéficié de l'expérience de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). En effet, la France est pionnière dans le domaine de l'information non financière et dispose donc d'une influence naturelle auprès des autres superviseurs au sein de l'ESMA.

(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 sociétaire*, 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) Une traduction en français interviendra en 2024.

(3) V. R.H. Conac, L'ESMA consulte sur l'application des normes ESRS : un chantier réglementaire qui lui donnera une grande influence !, *Rev. sociétés* 2024. 467.