



COMMISSION
EUROPÉENNE

Bruxelles, le 7.12.2022
SWD(2022) 763 final

DOCUMENT DE TRAVAIL DES SERVICES DE LA COMMISSION

RÉSUMÉ DU RAPPORT D'ANALYSE D'IMPACT

accompagnant les documents:

Proposition de DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL sur les structures avec actions à votes multiples dans les entreprises qui demandent l'admission à la négociation de leurs actions sur un marché de croissance des PME

Proposition de DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL modifiant la directive 2014/65/UE 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, et abrogeant la directive 2001/34/CE

Proposition de RÈGLEMENT DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL modifiant les règlements (UE) 2017/1129, (UE) n° 596/2014 (UE) et 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

{COM(2022) 760 final} - {SEC(2022) 760 final} - {SWD(2022) 762 final}

L'un des principaux objectifs de l'union des marchés des capitaux (UMC) est d'améliorer l'accès des petites et grandes entreprises aux sources de financement fondées sur le marché. Un meilleur accès les aiderait à se développer et à diversifier leur financement, ce qui est un élément particulièrement important pour les petites et moyennes entreprises (PME) qui sont trop tributaires des financements bancaires. Dans la mesure où il limite les possibilités de financement des entreprises, le manque de financement par le marché a une incidence sur l'économie réelle, car il fait perdre des opportunités d'investissement et entraîne une baisse des niveaux de croissance économique, de création d'emplois et d'innovation. Les marchés de capitaux de l'Union restent également sous-développés par rapport à d'autres grands pays ou territoires, dans la mesure où les bourses de l'Union éprouvent parfois des difficultés à attirer des sociétés à la cote, ainsi qu'en témoignent un certain nombre d'entreprises de l'Union qui ont préféré être cotées sur les places boursières de pays tiers.

Depuis le premier plan d'action pour la mise en place d'une union des marchés des capitaux, en 2015, les entreprises et, en particulier, les PME ont pu accéder plus facilement et à moindre coût aux marchés boursiers. Les parties prenantes continuent toutefois de soutenir que de nouvelles mesures réglementaires doivent être envisagées, notamment afin de simplifier le processus d'admission à la négociation et de parvenir à un traitement réglementaire plus proportionné, en particulier pour les petites entreprises.

La présente initiative fait suite à l'engagement pris par la Commission de simplifier les règles de cotation, comme indiqué dans l'action 2 du plan d'action de 2020 pour la mise en place d'une UMC. Elle vise à alléger et à rendre plus proportionnées, pour des sociétés de tailles différentes, les exigences qui s'appliquent tant au stade de l'admission à la négociation que par la suite. Les allègements proposés visent, en parallèle, à préserver un degré suffisant de transparence, de protection des investisseurs et d'intégrité du marché. En outre, l'initiative s'efforce de remédier à la fragmentation des législations nationales, qui restreint les possibilités des sociétés qui souhaitent émettre plusieurs catégories d'actions.

Deux problèmes sont relevés et évalués dans le cadre de la présente analyse d'impact: 1) certains créateurs de sociétés de l'Union ne peuvent pas maintenir le niveau de contrôle souhaité lors de l'admission à la négociation, en raison des restrictions applicables aux droits de vote (actions à votes multiples) dans certains États membres; 2) les sociétés qui souhaitent être admises à la cote ou qui le sont déjà doivent actuellement assumer des charges réglementaires superflues

L'analyse d'impact se concentre sur le recensement et l'élimination des obstacles réglementaires spécifiques à chaque étape du processus d'admission à la négociation. Elle examine d'abord les obstacles qui, au stade antérieur à l'IPO, découlent du droit des sociétés, et plus particulièrement du fait qu'une cotation fondée sur une structure d'actions à votes multiples n'est pas possible dans certains États membres. Elle se concentre ensuite sur les obstacles rencontrés au stade de l'introduction en bourse qui découlent du règlement «prospectus», notamment des coûts élevés liés à l'établissement d'un prospectus. Enfin, elle se penche sur les obstacles rencontrés au stade postérieur à l'introduction en bourse qui découlent du règlement sur les abus de marché, en particulier des coûts liés à l'insécurité juridique autour de l'obligation pour les émetteurs de publier des informations privilégiées.

L'analyse d'impact met en évidence la nécessité d'agir au niveau de l'Union. La possibilité que les problèmes constatés soient réglés par des modifications apportées par les États membres

au niveau national est limitée, soit parce que la législation financière applicable aux émetteurs et aux plates-formes de négociation est largement harmonisée au niveau de l'Union, soit parce qu'il est peu probable que les États membres entreprennent des réformes à titre individuel (notamment sur le droit des sociétés). Les modifications réglementaires apportées à la législation de l'Union qui sont exposées dans l'analyse d'impact devraient renforcer l'attractivité des marchés boursiers de l'Union aux yeux des sociétés, que ce soit en termes d'admission à la négociation ou de maintien sur ces marchés, en réduisant les obstacles et les coûts y afférents. Les actions proposées ne permettront toutefois pas, à elles seules, de relever tous les défis auxquels les marchés boursiers de l'Union sont confrontés aujourd'hui. Elles devraient néanmoins contribuer à améliorer l'accès des entreprises aux marchés boursiers et à renforcer le développement des marchés des capitaux de l'Union en général.

Solutions possibles

Pour chaque étape du processus d'admission à la négociation, l'analyse d'impact présente deux options stratégiques différentes, après avoir examiné les données empiriques disponibles et tenu compte des points de vue des parties prenantes. Ces éléments qui ont servi à évaluer et comparer les options stratégiques comprennent les contributions reçues de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) et de deux groupes d'experts, une étude ad hoc sur le fonctionnement des marchés boursiers primaires et secondaires de l'Union, des articles de chercheurs et les résultats de consultations menées auprès de parties prenantes, y compris dans le cadre d'ateliers ciblés.

Pour la phase antérieure à l'introduction en bourse, l'option stratégique 1 préconise une harmonisation minimale, à l'échelle de l'Union, des structures d'actions à votes multiples, fondée sur des principes généraux, tandis que l'option stratégique 2 complète ces principes généraux par un ensemble détaillé de garanties pour les investisseurs minoritaires. Concernant la phase d'introduction en bourse, l'option stratégique 1 propose: 1) de transférer aux bourses l'examen des documents d'admission à la négociation (y compris le prospectus), ce qui permet de n'en alléger le contenu que dans certains cas précis (c'est-à-dire dans le cas de cotations sur des marchés de croissance des PME et d'émissions secondaires). L'option 2 prévoit un prospectus (ou un document d'admission) plus court dans tous les cas, et une rationalisation du processus d'examen appliqué par les autorités nationales compétentes. En ce qui concerne la phase postérieure à l'introduction en bourse, l'option 1 vise à clarifier l'obligation de divulgation prévue par le règlement sur les abus de marché (MAR), notamment en réexaminant les conditions auxquelles est subordonné le report de cette divulgation, et à rendre le régime de sanctions plus proportionné pour les PME, tandis que l'option 2 propose de limiter la divulgation d'informations privilégiées à une liste prédéfinie et exhaustive d'événements.

Comparaison des options et des incidences des options privilégiées

L'analyse d'impact étudie les options au regard de trois objectifs, à savoir: i) réduire les coûts réglementaires et de mise en conformité pour les entreprises qui souhaitent être admises à la cote et pour celles qui le sont déjà, ii) garantir un niveau suffisant de protection des investisseurs et d'intégrité du marché, et iii) inciter davantage les émetteurs à demander l'admission à la cote. L'option privilégiée (pour chaque étape du processus d'admission à la négociation) devrait donc permettre de lever les obstacles recensés de manière efficace et efficiente, tout en préservant un niveau suffisamment élevé de protection des investisseurs et

d'intégrité du marché. La proportionnalité des mesures en faveur des petites entreprises a été prise en considération lors de la définition et de l'évaluation des options.

Concernant la phase pré-IPO, il est proposé, dans le cadre de l'option privilégiée, de poursuivre l'harmonisation minimale du régime d'actions à votes multiples. S'agissant de la phase d'IPO, l'analyse a révélé que l'introduction de prospectus plus courts, combinée à un examen simplifié par les ANC, comme proposé dans l'option 2, serait le moyen le plus approprié de lever les obstacles réglementaires recensés. Enfin, pour la phase post-IPO, l'option privilégiée consiste à clarifier l'obligation de publication prévue par le règlement sur les abus de marché et à instaurer un régime de sanctions plus proportionné pour les PME, comme indiqué dans l'option 1.

Globalement, les mesures proposées devraient renforcer l'attractivité de l'admission à la négociation et du maintien sur ces marchés aux yeux des sociétés. Les créateurs d'entreprises et les entreprises familiales pourraient demander à être admis à la négociation dans n'importe quel État membre, tout en conservant un contrôle renforcé sur leur entreprise grâce à l'utilisation d'actions à votes multiples. En outre, la possibilité de rédiger des prospectus plus courts et moins coûteux réduirait la complexité et le coût du respect des exigences de cotation lors de l'introduction en bourse, une procédure d'examen et d'approbation plus efficace se traduirait par un processus d'admission à la négociation plus rapide. Grâce aux clarifications relatives à la publication (et au délai de publication) d'informations privilégiées, il sera plus facile (et moins onéreux) de publier ces informations au bon moment. En outre, les petits émetteurs bénéficieront aussi de la mise en place d'un régime de sanctions plus proportionné.

L'évaluation qualitative et quantitative donne à penser qu'il est possible d'adopter les mesures définies dans le cadre des options privilégiées tout en maintenant un niveau suffisamment élevé d'intégrité du marché, de protection des investisseurs et de proportionnalité pour les petites entreprises admises à la négociation.

La présente initiative devrait permettre aux émetteurs, PME incluses, d'économiser chaque année quelque 167 millions d'EUR. Les ANC devraient normalement pouvoir réduire leurs coûts, car des exigences plus simples et plus claires leur permettront d'exercer leur activité de surveillance de manière plus efficace. Les investisseurs devraient eux aussi bénéficier des modifications réglementaires envisagées, car l'information sur les entreprises (au moment de l'admission à la négociation et par la suite) sera plus courte, plus rapide et plus facile à consulter. Plus largement, cette initiative pourrait également avoir une incidence positive, fût-elle marginale, sur le marché du travail et les objectifs de développement durable de l'Union, tout en améliorant l'intégration, la profondeur et la liquidité des marchés des capitaux de l'Union.