

6.2.1. La Commission est invitée à déployer, pour expliquer le fonctionnement du marché unique, des efforts concertés et concrets qui aboutissent à des résultats tangibles, sur la base d'un relevé régulier des effets réels que produisent les mesures arrêtées par l'UE.

6.2.2. Quant aux entreprises et aux entrepreneurs des États membres qui estiment de leur intérêt de s'établir et de travailler sur un autre marché, le Comité les appelle à retrousser leurs manches, à mobiliser tout le dynamisme qui est manifestement le leur et à exploiter l'ensemble des possibilités dont ils disposent pour surmonter par leurs propres forces un maximum d'obstacles.

Bruxelles, le 27 mai 1998.

*Le Président  
du Comité économique et social*

Tom JENKINS

---

**Avis du Comité économique et social sur la «Communication de la Commission: "Les marchés européens des capitaux pour les petites et moyennes entreprises: perspectives et obstacles potentiels à leurs progrès"»**

(98/C 235/04)

Le 13 mai 1998, la Commission européenne a décidé, en vertu de l'article 198 du Traité instituant la Communauté européenne, de consulter le Comité économique et social sur la communication susmentionnée.

La section de l'industrie, du commerce, de l'artisanat et des services, chargée de la préparation des travaux du Comité en la matière, a adopté son avis le 6 mai 1998 (rapporteur: M. Pezzini).

Lors de sa 355<sup>e</sup> session plénière des 27 et 28 mai 1998 (séance du 27 mai), le Comité économique et social a adopté par 101 voix pour, 1 voix contre et 1 abstention l'avis suivant.

## 1. Observations générales

1.1. Il convient de féliciter la Commission européenne pour les efforts positifs et soutenus qu'elle déploie en vue de stimuler la création de marchés européens des capitaux convenant aux petites et moyennes entreprises (PME). Son action en ce domaine a été décrite dans une précédente communication intitulée: «Rapport concernant la faisabilité de la création d'un marché européen des capitaux pour les jeunes sociétés entrepreneuriales de croissance rapide»<sup>(1)</sup>, sur laquelle le CES n'a pas rendu d'avis. Ces efforts de la Commission ont répondu à une demande antérieure du Comité qui invitait la Commission «à effectuer une enquête sur la faisabilité d'un marché européen reconnu qui donne accès au capital (risque) aux entreprises européennes et, en particulier, aux petites entreprises».

1.2. Avec cette communication de suivi, la Commission nous donne un document constructif. Néanmoins, l'on relève certains points, tels que la façon dont la législation de l'Union européenne sur les titres fonctionne

en pratique, qui n'ont pas fait l'objet de l'examen approfondi qu'ils méritent. Sur d'autres points, des facteurs autres que ceux proposés par la Commission jouent un rôle significatif.

1.3. Hormis le problème de l'apport de financements adéquats, il existe toute une série d'autres facteurs qui décident de la question de savoir si des entreprises vont connaître une croissance qui les amènera à atteindre une dimension significative. L'on a pris ici le parti d'affirmer que ceux de ces facteurs qui sont les plus importants méritaient d'être examinés dans le présent avis, de sorte qu'il soit possible de procéder à une meilleure évaluation globale des problèmes qui se posent. Un certain nombre des recommandations présentées ici résultent d'un voyage d'étude qu'a effectué le CES aux États-Unis au mois de novembre 1997. Ce voyage a été largement inspiré par le fait que la communication de la Commission faisait référence, dans son introduction, aux marchés américains des capitaux, et par l'invitation à examiner la situation aux États-Unis contenue dans le discours tenu par le président Santer au Comité économique et social le 28 octobre 1997. Il s'ensuit que le thème sur lequel porte le présent avis est bien plus large que celui de la communication de la Commission, laquelle se limite exclusivement aux marchés des capitaux pour les PME.

<sup>(1)</sup> COM(95) 498 final du 25.10.1995.

1.4. Une autre des critiques adressées à la communication est qu'elle ne dit pas clairement que les nouveaux marchés européens des capitaux n'ont d'intérêt que pour les entreprises qui, tout en étant techniquement des PME (moins de 250 salariés, moins de 40 millions d'écus de chiffre d'affaires et moins de 27 millions d'écus au bilan), sont soit des entreprises de moyenne dimension qui débutent et qui sont particulièrement innovantes, soit des entreprises ayant des activités à intensité de capital particulièrement forte.

1.5. Même aux États-Unis, les entreprises qui attirent des financements extérieurs provenant d'investisseurs privés informels (les «business angels») ou de fonds de capital-risque ne représentent que 2 % du nombre total des entreprises, quoique leurs perspectives de croissance soient supérieures à la moyenne. D'après les estimations de la Commission, les entreprises qui sont susceptibles d'être introduites sur une bourse des valeurs à un moment donné sont tout au plus au nombre de 20 000 dans l'ensemble de l'Union européenne. Toutefois, il s'agit des entreprises ayant les perspectives de taux de croissance les plus élevés et des chances de créer de nouveaux emplois dans une mesure non négligeable, autant de bonnes raisons qui expliquent que la Commission ait consacré une telle attention à leurs besoins de financement, besoins qui, historiquement, ont été moins bien satisfaits en Europe qu'aux États-Unis.

## 2. Résumé du document de la Commission

2.1. Les principaux objectifs de cette communication sont d'étudier les obstacles potentiels qui existent pour l'admission des actions des PME sur les marchés des capitaux; de lancer un débat de dimension européenne sur les conditions appropriées d'accès aux fonds propres; de décrire les progrès accomplis grâce à diverses initiatives visant à créer de nouveaux marchés financiers dans l'Union européenne tels que l'«EASDAQ» et l'«Euro-NM», et d'attirer l'attention sur ces marchés; de présenter un aperçu des mesures que prend actuellement la Commission et qu'elle a l'intention de prendre à l'avenir en vue de surmonter les obstacles au développement de marchés des capitaux orientés vers les PME et d'assurer leur fonctionnement harmonieux.

2.2. La communication met en évidence de larges domaines où se dressent des obstacles potentiels au développement de ces marchés des capitaux. Le premier concerne les mentalités, les capacités et les contraintes qui ont leur source dans les petites et moyennes entreprises elles-mêmes. En particulier, l'attitude des PME vis-à-vis de leur financement, leur expertise ou leur manque d'expertise en matière de gestion financière, et les charges que leur imposerait une opération d'introduction en bourse.

2.3. Le deuxième groupe d'obstacles potentiels concerne: les échanges transfrontaliers de titres sur des bourses de valeurs à l'échelle de l'Europe; des problèmes particuliers à la monnaie; des différences de fiscalité et de pratiques comptables nationales; le gouvernement d'entreprise; et les investissements institutionnels. La Commission estime que, dans certains de ces domaines,

l'application rapide et complète du droit existant de l'Union européenne aiderait à progresser. Enfin, dans le domaine de l'investissement institutionnel et de la libre circulation des capitaux, la Commission affirme que, si des restrictions nationales discriminatoires ne sont pas éliminées, il pourrait devenir nécessaire d'intenter des procédures en manquement.

## 3. Observations particulières sur la communication

### 3.1. Introduction

Sous réserve des observations présentées au chapitre 1 du présent avis, il y a lieu d'accepter les arguments développés par la Commission dans son introduction.

### 3.2. *Les progrès enregistrés dans la mise en place des marchés financiers pour les PME dans l'Union européenne, et leurs perspectives*

3.2.1. Un certain nombre de marchés des capitaux qui sont plus à la mesure des besoins d'entreprises innovantes et à croissance rapide que ne l'ont été les bourses des valeurs traditionnelles existent maintenant en Europe. Deux de ces marchés, l'«EASDAQ» et l'«Euro-NM», ont des ambitions à l'échelle de l'Europe. Le marché AIM de Londres (second marché d'investissement) semble actuellement privilégier avant tout le Royaume-Uni.

3.2.2. Les taux de croissance des entreprises qui sont candidates à l'admission sur ces marchés sont probablement très supérieurs aux 10 % cités au deuxième paragraphe de la page 2 de la communication. Lorsque l'on compare les ventes en 1996 et 1997, il apparaît que trois quarts des entreprises dont les actions se sont négociées sur le marché EASDAQ ont connu une croissance supérieure à 25 %. Presque un tiers de toutes les entreprises sur le marché ont vu leur chiffre d'affaires augmenter de plus de 100 %.

3.2.3. À long terme, le succès de ces marchés dépendra de leur capacité à admettre un nombre suffisant d'entreprises innovantes, puisque ce sont ces entreprises qui semblent retenir tout particulièrement l'intérêt des investisseurs. Toute initiative susceptible de faire augmenter le nombre de telles entreprises, notamment dans des domaines comme la biotechnologie, constituerait une contribution qui serait la bienvenue. Malheureusement, il n'existe aucune méthode entièrement fiable qui permette de déterminer à un stade précoce quelles sont les entreprises qui sont appelées à connaître une croissance rapide et à réussir dans le long terme. Ce qui détermine, dans une large mesure, leur capacité à attirer, en fin de compte, les investissements extérieurs est la manière dont est perçue la qualité de leur gestion.

3.2.4. C'est pourquoi il faut concentrer les efforts sur les moyens permettant d'encourager davantage d'entreprises qui débutent et s'assurer qu'elles puissent avoir accès aux financements, ainsi qu'à des conseils, au moment opportun, et d'améliorer, ce faisant, la qualité de la gestion et réduire le taux de mortalité des entreprises, qui est actuellement élevé: quelque 50 % dans les cinq premières années d'existence, selon l'observatoire européen des petites et moyennes entreprises. Il existe déjà de bons systèmes qui fonctionnent à l'intérieur de l'Union européenne et qui sont en mesure d'assister les entreprises ayant besoin d'orientations pour élaborer

leur politique. Comme exemple, l'on peut citer la facilité de financement dénommée «Artigiancassa», en Italie.

3.2.4.1. Étant donné qu'au cours de la période de capitalisation, il est courant que les nouvelles entreprises ne soient pas en mesure de garantir des prêts:

Il conviendrait de mettre en place dans tous les États membres une facilité de garantie de prêts pour les PME, facilité qui comporterait des dispositions spéciales en matière de très petits «micro» prêts. La manière de constituer la garantie, que ce soit par le biais de régimes publics ou d'autres mécanismes, tels que des systèmes de garantie mutuelle, serait à décider en fonction des circonstances propres à chaque pays. Comme de nombreuses petites entreprises ne choisissent pas une forme de société dans laquelle la responsabilité associée est limitée, il convient d'accorder une attention particulière à leurs besoins spécifiques.

Il ne serait peut-être pas nécessaire que la limite supérieure soit du même ordre que celle qui est fixée par l'administration américaine des petites entreprises (1 million de dollars, dont 750 000 sont garantis), mais 250 000 écus, au minimum, semblent être un montant approprié. Si elles sont bien gérées, ces facilités ne devraient pas constituer une charge importante pour le budget public. Actuellement, aux États-Unis, les défauts de remboursement de prêts représentent moins de 2,5 % du total garanti, et les redevances que devraient acquitter les entreprises bénéficiant de prêts compenseraient une partie de ces pertes. L'expérience des systèmes de garantie mutuelle permet de constater que ce que l'on appelle le «multiplicateur», qui renforce la capacité des consortiums à garantir des prêts se situe à un facteur de 22. Cela signifie qu'avec 50 % de garantie et un fonds hypothétique de capital-risque de 100 écus, il serait possible d'octroyer un prêt de 4 400 écus. Ce chiffre tient compte d'un taux d'insolvabilité de 4 %, ainsi que du coût de l'enquête de solvabilité.

3.2.4.2. Une cause importante de faillite des entreprises est le manque de connaissances ou de compétences en matière de gestion économique et financière. Ces connaissances et ces compétences n'ont rien de magique et, dans la majorité des cas, elles peuvent s'enseigner, à condition que la personne qui les enseigne possède l'expérience nécessaire dans le domaine de l'entreprise et possède aussi les compétences requises en matière de conseil. Un fait regrettable est que nombre de ceux qui ont le plus besoin de conseils en demandent rarement.

Chaque État membre, avec la coopération d'organisations ad hoc du secteur privé, devrait veiller à ce que tout indépendant ou tout propriétaire ou gestionnaire de PME puisse avoir accès à des services de conseil dans le domaine commercial, sur base individuelle, et pour un coût initial qui soit raisonnable. Il conviendrait que les conseillers possèdent une expérience dans le domaine de l'entreprise et soient affiliés à un organe professionnel (qui pourrait inclure les organisations nationales de PME et d'artisanat), organe capable de veiller à ce qu'ils reçoivent une formation initiale et continue appropriée. Il conviendrait d'envisager de faire du

recours à ce type d'assistance une condition à remplir pour pouvoir bénéficier d'une garantie de prêts.

S'il est vrai que la création d'une telle structure ne sera pas aussi économique que ce n'est le cas pour le programme SCORE de l'administration américaine des petites entreprises, programme dans le cadre duquel les conseillers ne reçoivent que des indemnités pour les frais encourus, il n'en reste pas moins que cette structure n'a pas à être excessivement coûteuse. Au cours de la dernière année complète d'existence du service des petites entreprises au Royaume-Uni (1990), le maintien de 300 conseillers sur le terrain n'a coûté qu'environ 14 millions d'écus. Il s'ensuit une réduction à la fois du nombre de faillites et du nombre de démarrages d'entreprises insuffisamment réfléchis, et cela fait de la création de telles structures un investissement national de premier ordre. On peut estimer qu'une extension de ce système permettrait de réduire considérablement le pourcentage d'échecs et d'arriver à des pointes de 80 % de réussite.

3.2.4.3. Toutes les entreprises qui cessent leurs activités ne le font pas par manque de financement ou à cause d'une mauvaise gestion. Un certain nombre de ces entreprises (nombre qu'il est impossible de déterminer exactement) ferment parce qu'elles ne parviennent pas à faire face aux obligations réglementaires qui leur sont imposées. Il doit aussi exister de nombreuses personnes que les procédures administratives prescrites dissuadent de créer une entreprise. La Commission européenne et les États membres reconnaissent qu'il en est ainsi, mais il faut accélérer les mesures prises pour remédier à ce problème.

Aux États-Unis, les nouvelles entreprises n'ont pour obligation que de prendre leurs dispositions pour payer des cotisations de sécurité sociale et de s'inscrire auprès de l'administration fiscale. Les États membres devraient réduire de la même manière à ce qu'ils estiment être le strict minimum les formalités nécessaires à la création d'une entreprise, tout en tenant compte des différences existant en termes de structures économiques et sociales. Ils devraient aussi envisager de relever les niveaux d'exemption de l'obligation d'inscription au registre de la TVA, comme le permettent déjà les directives sur la TVA, ce qui aurait pour effet d'aider les très petites entreprises.

La gestion du régime de TVA pour les entreprises qui paient de très petits montants de TVA coûte plus cher que la taxe ne rapporte, et cette réforme n'aurait donc pas de coût budgétaire, alors qu'elle donnerait aux nouvelles entreprises le temps de respirer avant d'avoir à s'habituer à ce qui est pour nombre d'entre elles un système complexe, système qui les oblige à recourir à des services de conseillers payants, à l'extérieur, afin d'assurer la conformité de leur fonctionnement à la loi.

3.2.4.4. À moins que l'activité concernée n'entraîne des niveaux considérables de nuisances auditives ou d'émissions nocives, il est facile, aux États-Unis, de créer une entreprise et de la faire fonctionner depuis son domicile. Il est permis de se demander si des entreprises comme Microsoft et Dell Computers, qui ont, l'une comme l'autre, débuté dans un garage, auraient jamais vu le jour dans certaines parties de l'Europe.

Il faut que les pouvoirs publics accordent davantage d'attention à la substance qu'à la forme et qu'ils allègent les procédures d'autorisation lorsqu'il s'agit d'autoriser la création de nouvelles entreprises. Il

conviendrait d'assouplir les restrictions qui pèsent sur la création et la gestion des entreprises à partir du domicile pendant une certaine période, dans la mesure où l'activité concernée ne trouble pas la paix publique, et ne crée pas d'inconvénients ni de dommages pour l'environnement ou pour les personnes employées.

3.2.4.5. Si l'on se donne pour objectif majeur d'encourager la création d'entreprises innovantes, il y a lieu de tenir compte de l'expérience acquise aux États-Unis, qui est que la croissance de telles entreprises semble se situer de préférence autour de centres universitaires ou de recherche. Il existe déjà en Europe des exemples de centres de cette nature, mais ces centres ne sont pas assez nombreux et ils ne sont pas de dimensions suffisamment importantes.

Il conviendrait de donner un caractère prioritaire tant aux actions d'encouragement à la création d'un nombre plus important de parcs d'entreprises technologiques autour des universités et d'autres centres de recherche, qu'à l'amélioration de la qualité globale des parcs existants, ce qui aurait pour effet d'accroître les chances d'applications commerciales des découvertes scientifiques. Il est par ailleurs vital de garantir la disponibilité de soutiens des fonds de capital-risque dans chacun de ces cas.

Il faut que la Commission examine quelles sont actuellement les meilleures pratiques dans les États membres et diffuse les résultats de cette recherche afin d'encourager de nouveaux développements.

3.2.4.6. Les universitaires américains semblent beaucoup plus disposés à créer des entreprises, ou à participer à des entreprises, que leurs homologues européens. L'une des raisons de ce phénomène est peut-être l'accès plus facile à des capitaux dans la période de démarrage et au moment du lancement (il y a là une lacune à laquelle on s'attaque maintenant, suite au Conseil extraordinaire des chefs de gouvernement sur l'emploi qui s'est tenu à Luxembourg), à quoi il faut ajouter l'accès aux compétences en conseil commercial. Une autre raison est peut-être culturelle, à savoir le fait qu'en Europe, la réussite universitaire a beaucoup plus de prestige que la réussite en affaires.

Il y a lieu d'étudier des méthodes qui seraient susceptibles de contribuer à sensibiliser les universitaires à la possibilité de développer les applications commerciales de leur connaissance théorique, en particulier dans le cadre d'entreprises auxquelles ils seraient intéressés. Il serait peut-être nécessaire d'envisager des incitations, telles que l'octroi de crédits de recherche fondamentale plus importants pour les départements des universitaires qui réagissent positivement. Les États membres devraient également relâcher les restrictions traditionnelles qui empêchent le personnel universitaire d'exercer toute forme d'activité commerciale.

Des problèmes pratiques devront être surmontés, en particulier celui de la définition de la détention des droits de propriété intellectuelle, notamment dans les cas où les établissements d'enseignement concernés sont entièrement financés par l'État. Néanmoins, l'existence de difficultés ne doit pas constituer une excuse pour ne rien faire.

3.2.4.7. Une autre raison qui explique peut-être le fait qu'il y ait moins d'applications commerciales de la

recherche en Europe est qu'apparemment, il est plus facile et moins cher aux États-Unis de breveter des inventions.

Il faut accueillir avec la plus grande satisfaction l'intention manifestée par la Commission d'élaborer rapidement un projet de législation visant à créer un véritable brevet européen. Le Conseil et le Parlement européen sont vivement invités à examiner et à approuver rapidement cette législation, en même temps que le projet de directive sur le modèle d'utilité, qui est tout aussi important.

3.2.4.8. Dans les zones des États-Unis caractérisées par un esprit d'entreprise plus prononcé, on culpabilise moins les chefs d'entreprise qui échouent. Les lois des États fédérés leur permettent en effet de tirer les enseignements de leurs erreurs et d'aller de l'avant en remettant sur pied leur activité ou en commençant une autre.

Les États membres devraient passer au crible les législations nationales en matière de faillites et s'employer à y introduire des modifications en vue de limiter le nombre de faillites d'entreprises non vraiment nécessaires et d'offrir davantage de possibilités de repartir à zéro à ceux qui n'ont pas connu la réussite mais ont agi en bonne foi.

3.2.5. Un autre facteur qui sera déterminant pour le succès ou l'échec de ces marchés est la réponse à la question de savoir si les investisseurs manifesteront un intérêt suffisant. Jusqu'à présent, le degré d'intérêt des investisseurs institutionnels paraît encourageant, mais en ce qui concerne les investisseurs privés, davantage de questions se posent. L'une des raisons du manque d'intérêt des investisseurs européens individuels pour l'actionnariat, dont il est fait état au septième paragraphe du chapitre II, est sans nul doute de nature culturelle. L'Europe n'a pas de culture d'entreprise au sens où cela existe aux États-Unis. En matière d'investissement, la sécurité que comportent les investissements à intérêt fixe a traditionnellement plus d'importance que le potentiel de bénéfices supérieurs que comporte l'investissement en actions. L'on peut s'attendre à ce que la création d'une monnaie européenne unique tende à modifier la mentalité des investisseurs. Les rendements des emprunts d'État auront tendance à diminuer, comme diminueront aussi les volumes d'obligations émises. Cela signifie que les investisseurs devront envisager des solutions de remplacement.

3.2.6. Déjà, les mentalités des investisseurs paraissent être en évolution, et il se peut qu'un autre facteur qui joue dans le manque d'intérêt apparent pour l'actionnariat ait été une insuffisance de possibilités. Des indications récentes, et notamment le succès d'opérations de privatisation, montrent qu'il existe peut-être une demande latente qui est plus importante que ce que l'on n'avait pu estimer. En tout état de cause, il est probable que la majorité des plus petits investisseurs, parmi les investisseurs privés, détiennent indirectement leur capital actions par l'intermédiaire d'investissements collectifs et par l'intermédiaire des investissements réalisés par les compagnies d'assurance et les caisses de retraite. En matière de politique d'investissement, il importe de ne pas imposer à ces investisseurs institutionnels de restrictions résultant de l'application de règles nationales désuètes et appelées à perdre de plus en plus de leur signification dans une zone de monnaie unique (voir aussi le paragraphe 4.1.4).

3.2.7. Les entreprises qui sont en période de croissance ont de gros besoins en capitaux, et en Europe, c'est souvent l'absence de financement qui gêne leur taux de croissance. Cela est moins le cas aux États-Unis, où il existe une plus grande diversité de sources de capitaux. Aux États-Unis, les investisseurs privés informels (appelés les «business angels»), qui sont souvent des entrepreneurs ayant réussi, sont disposés à investir des sommes relativement substantielles (que l'on situe entre 50 000 et 100 000 dollars) dans des entreprises ayant un potentiel de croissance rapide. En outre, les conseils et les contacts dont ils peuvent faire bénéficier l'entreprise sont, à ce que l'on dit, aussi précieux que l'argent qu'ils investissent. Un encouragement leur est donné, à savoir qu'ils peuvent compenser les pertes par des déductions d'impôts dus à raison d'autres activités, dans des circonstances bien précises. Il semble que le même type d'investisseurs existe également en Europe, mais ce phénomène n'est pas généralisé et les investisseurs potentiels se plaignent du fait qu'il est difficile de trouver des entreprises qui se prêtent à cette forme d'investissement. L'administration américaine des petites entreprises a récemment essayé d'améliorer les contacts aux États-Unis en créant, à cet effet, une base de données à l'échelle nationale.

Les États membres devraient examiner des moyens permettant d'encourager les investissements privés informels, aussi bien par des incitations fiscales que par la création de réseaux de contacts, dans les cas où tout cela n'existe pas encore.

3.2.7.1. Lorsque la participation des investisseurs privés informels ne suffit plus, des fonds de capital-risque devraient en théorie prendre le relais pour ce qui concerne les entreprises ayant la croissance la plus forte, ce qui permettrait de combler le fossé de manière efficace jusqu'à ce que l'on en arrive au point où une introduction en bourse devient possible. En pratique, même aux États-Unis, cela n'arrive que pour un très petit nombre d'entreprises, car les investissements intermédiaires prennent des proportions de plus en plus importantes. L'administration américaine des petites entreprises s'est efforcée de combler en partie ce fossé en fournissant des garanties aux investissements en capital-risque de faible envergure.

Le Conseil ayant reconnu qu'il existe un problème (point n° 48 des conclusions du sommet de Luxembourg), la Commission a réagi en présentant un projet de proposition de décision rendant possible l'apport de telles garanties. Cette proposition fera l'objet d'un avis distinct du Comité économique et social.

3.2.8. Un aspect de la situation aux États-Unis qui mérite d'être relevé est le nombre de petites entreprises qui deviennent des entreprises de taille moyenne. L'une des raisons de ce phénomène est peut-être à chercher dans le domaine de l'impôt sur le capital, qui, aux États-Unis, a été réduit au cours des années quatre-vingts. Les propriétaires d'entreprises sont plus disposés à assumer les risques que représente une croissance rapide si on leur permet de garder une part substantielle des fruits de leur réussite au cas où, à terme, ils introduiraient l'entreprise en bourse, ou bien la vendraient. S'ils ne souhaitent choisir ni l'une, ni l'autre de ces solutions, il est possible qu'ils aient envie de transmettre l'entreprise à des membres plus jeunes de leur famille sans être

assujettis à des droits de succession qui priveraient leur entreprise de fonds dont elle a besoin pour son activité commerciale et pour financer la poursuite de son expansion.

Les États membres devraient étudier les effets que les impôts sur le capital et les droits de succession ont sur la croissance des PME et procéder à des réformes là où cela est nécessaire. Le Comité a plusieurs fois plaidé en faveur de cette démarche.

Tout bien considéré, c'est le rendement total, plutôt que les taux effectifs de ces impôts, qui devrait revêtir de l'importance aux yeux des gouvernements.

3.2.9. Un autre élément indispensable est une information de haute qualité pour les investisseurs, en particulier pour ce qui concerne les nouvelles émissions d'actions. Pour les émissions de plus grande ampleur, il s'agit là d'une opération complexe, mais envisageable en pratique, tandis que pour les offres de moindre importance, l'on se heurte à des difficultés dans les cas où se posent des problèmes à caractère transfrontalier, et cela en raison de deux facteurs principaux. Le premier est l'absence d'une définition commune dans l'Union européenne de ce qu'est une offre publique. Le deuxième est la manière restrictive dont sont interprétées par les États membres les dispositions de la directive «prospectus»<sup>(1)</sup> en matière de reconnaissance mutuelle. Il y a souvent obligation de fournir des traductions de documents volumineux, ainsi qu'une quantité considérable d'informations supplémentaires, et aussi d'insérer des annonces coûteuses dans des journaux nationaux. Cela est parfaitement légal, mais force les émetteurs d'«actions PME» à limiter une émission en souscription publique à un seul État membre, en s'en remettant ailleurs à des placements privés d'actions auprès d'investisseurs professionnels. De plus, les différences importantes qui existent entre les règles nationales sur la publicité ont pour effet, en pratique, d'exclure de nombreux investisseurs privés, soit parce qu'ils sont dans l'ignorance de l'opération, soit parce que dans leur pays de résidence, l'opération se limite à un placement privé. Ces deux facteurs ont pour résultat fâcheux de restreindre la liquidité des actions après que l'introduction soit accomplie et de faire baisser le cours desdites actions. Tant que ces difficultés ne seront pas surmontées, il sera pratiquement impossible d'exploiter la réserve qui existe potentiellement en Europe en termes de financement et d'intérêt pour les actions des PME innovantes. Il ne sera pas non plus possible pour les marchés des capitaux convenant aux PME de procurer des financements aux futurs «champions» commerciaux et industriels de l'Europe, comme ils pourraient le faire si la situation était différente.

### 3.3. *Obstacles potentiels à l'introduction en bourse des PME*

Cinq questions sont posées par la Commission dans ce chapitre de la communication. Elles sont traitées ici dans le même ordre.

<sup>(1)</sup> Directive 89/298/CEE du Conseil du 17 avril 1989 portant coordination des conditions d'établissement, de contrôle et de diffusion du prospectus à publier en cas d'offre publique de valeurs mobilières.

3.3.1. Existe-t-il en Europe un nombre suffisant de PME présentant la maturité et les conditions adéquates pour une introduction en bourse et, dans l'affirmative, comment identifier ces entreprises?

3.3.1.1. Il semblerait, d'après les études partielles réalisées à ce jour et citées dans la communication de la Commission, qu'existent un nombre suffisant d'entreprises possédant la volonté et le potentiel nécessaires, mais il est moins certain que beaucoup d'entre elles soient déjà prêtes pour les possibilités offertes par l'introduction sur une bourse des valeurs, ou aient même conscience de ces possibilités. Étant donné que les entreprises ont tendance à être réticentes pour ce qui est de faire connaître leurs affaires à des personnes extérieures, et qu'il circule dans le public beaucoup moins d'information qu'aux États-Unis, il est difficile d'imaginer par quelles méthodes l'on pourrait les identifier. Peut-être pourrait-on persuader des professionnels du conseil en la matière (banquiers, avocats, comptables) et des organisations (chambres de commerce, etc.) d'aider à identifier les entreprises susceptibles d'être candidates à l'introduction en bourse.

3.3.2. Les propriétaires de PME envisageant une introduction en bourse sont-ils disposés à accepter la possible érosion de contrôle qu'entraîne souvent une émission en souscription publique?

3.3.2.1. S'ils ne sont pas prêts à accepter la réalité qui est qu'une partie de leur contrôle va s'éroder et qu'ils devront rendre des comptes à un public plus large que précédemment, les propriétaires de PME ne devraient pas envisager d'introduction en bourse. Dans de nombreux cas, la réticence à accepter cette réalité est un problème de génération. Lorsqu'une grande partie de ceux qui ont fondé des entreprises après la deuxième guerre mondiale prennent leur retraite, ceux qui leur succèdent semblent beaucoup plus disposés à renoncer à une partie du contrôle de l'entreprise en échange d'un financement extérieur et des chances d'expansion plus importantes qui en sont la conséquence. De plus, les entreprises ayant bénéficié d'apports de capital-risque ou ayant attiré des investissements privés informels sont déjà habituées à un contrôle externe de leurs décisions. L'idée de la Commission, selon laquelle un plus grand nombre d'entreprises pourraient être volontaires si les pouvoirs publics soutenaient des campagnes pour faire connaître aux PME qui remplissent les conditions les avantages de l'introduction en bourse, est une idée qui mérite que l'on y réfléchisse davantage, bien qu'il appartienne de toute évidence à des conseillers professionnels d'aider l'entreprise concernée pour ce qui est du choix du marché qui convient le mieux et pour d'autres questions du même ordre.

3.3.3. Les PME sont-elles dans l'état d'esprit et ont-elles les compétences financières nécessaires pour faire face aux fortes exigences en matière d'informations et de transparence financières qu'implique une cotation en bourse?

3.3.3.1. La nécessité de devoir fournir une quantité importante d'informations d'ordre financier lors de la

préparation d'une introduction en bourse peut constituer une entrave au processus. Des efforts considérables sont requis, et il faut y ajouter le coût élevé que représente le temps consacré par les dirigeants à ces opérations au détriment de leur travail de développement de l'entreprise. Ces obligations sont toutefois inséparables de la transparence qui est nécessaire à la fois aux investisseurs et aux instances de réglementation du marché. On voit mal comment l'idée avancée par la Commission, selon laquelle les sociétés à responsabilité limitée pourraient être tenues d'adopter des normes semblables de transparence financière, serait de nature à traiter le problème. Cela ne ferait qu'imposer une charge supplémentaire à des entreprises qui ne recherchent pas, et qui ne désireront jamais rechercher, de fonds propres à l'extérieur.

3.3.3.2. Quant à l'autre proposition, selon laquelle l'on devrait fournir une formation financière aux sociétés qui élaborent un prospectus, il convient de faire observer que ce n'est pas la société qui élabore le prospectus, mais la maison d'émission, et que ce sont les comptables rapporteurs qui vérifient l'exactitude et la présentation des chiffres. Il faut espérer que les entreprises qui ont atteint ce stade aient également acquis un niveau raisonnable de compétence en matière financière. Sans cela, il faut s'attendre à ce qu'elles rencontrent des problèmes lorsqu'il s'agira pour elles de remplir les obligations permanentes d'une société cotée en bourse.

3.3.4. Les PME ont-elles accès aux conseils spécialisés nécessaires au soutien indispensable à la préparation d'une émission en souscription publique?

3.3.4.1. Il se pourrait que de possibles émissions en souscription publique d'une valeur estimée inférieure à 100 millions d'écus se trouvent confrontées à un problème, dans la mesure où il est peu probable qu'elles présentent un intérêt pour les banques d'investissement les plus importantes. Dans certains des principaux centres financiers, il existe effectivement de petites sociétés d'investissement qui sont disposées à gérer des émissions en souscription publique d'une valeur assez faible, mais cette situation n'est pas universelle et il risque de se présenter des difficultés pour ce qui est d'obtenir un soutien et une assistance appropriés. Il y a là matière à préoccupation parce que l'un des facteurs importants qui déterminent l'intérêt ou le désintérêt des investisseurs pour une émission est le nom de la maison d'émission qui en est chargée. Après tout, c'est elle qui joue le rôle de filtre ou de sélectionneur, d'entraîneur ou de «préparateur» et d'assistant au démarrage pour les PME qui arrivent sur une bourse des valeurs. Il faut espérer que l'Union économique et monétaire, s'accompagnant d'une concurrence accrue sur les marchés financiers, débouchera sur l'apparition d'un plus grand nombre de sociétés d'investissement disposées à prendre en charge des émissions en souscription publique de moindre valeur, peut-être même hors du pays de leur principal établissement.

3.3.5. Les PME sont-elles désireuses et en mesure de supporter le coût élevé de la procédure de cotation en bourse, qu'il s'agisse de l'émission en souscription publique ou des coûts récurrents d'une cotation?

3.3.5.1. Les coûts d'une émission sont élevés, bien que le chiffre de 20 % des capitaux levés, qui est le

chiffre cité dans la communication, se rapporte sans doute à une émission de très faible importance. Les chiffres concernant le NASDAQ indiquent comme normal un coût de 7 à 9 % du montant de l'émission. Offrir de faire bénéficier d'une aide spéciale pour couvrir les coûts d'une émission en souscription publique les PME qui procèdent à des émissions de très faibles volumes d'actions ne serait pas d'une aide considérable, étant donné que les droits ne sont pas acquittés jusqu'à ce qu'aient été obtenus les nouveaux capitaux. En tout état de cause, les bourses des valeurs ne montrent guère d'enthousiasme pour de telles émissions, ces actions ayant tendance à peu circuler après l'introduction en bourse et les droits fixes à acquitter régulièrement étant difficiles à justifier.

3.3.5.2. Certains efforts sont faits pour répondre aux besoins des PME les plus petites, dont une minorité seulement sont appelées à devenir des entreprises de haute technologie ayant des ambitions internationales. Deux d'entre eux paraissent dignes d'être mentionnés:

- l'Union des chambres de commerce de Lombardie, en Italie, vient de créer un second marché des capitaux pour les sociétés ayant un capital d'au moins 0,5 million d'écus;
- la bourse irlandaise a lancé en janvier 1997 son «marché des sociétés en développement». Cela représente un marché des capitaux où les conditions sont moins onéreuses que celles qui s'appliquent aux actions de la cote officielle; notamment, les comptes d'une année seulement, au lieu de trois, sont exigés sur ce marché. En outre, l'émission publique obligatoire est limitée à 10 % des actions.

Il semblerait que soient nécessaires des initiatives de cette nature, consistant à créer des marchés des capitaux «de démarrage» auxquels il est possible d'accéder à un coût relativement bas.

3.3.5.3. Outre les deux exemples cités au paragraphe précédent, il existe un second marché allemand, le «Freiverkehr», qui est en place depuis plus longtemps et où sont cotées les actions d'environ 500 sociétés.

3.3.5.4. La création d'un marché sur Internet pourrait, en particulier pour les actions des PME les plus petites, être une solution méritant d'être encouragée. En juin 1997, la bourse des valeurs australienne a annoncé son intention de lancer un «marché alternatif des capitaux» en février 1998, marché sur lequel des sociétés non cotées, de toutes dimensions, pourraient rechercher des capitaux par la voie de l'Internet. La bourse australienne évalue à environ un million le nombre de PME existant en Australie, sur lesquelles 10 % pourraient avoir un réel potentiel de croissance et 2 % pourraient s'intéresser à la recherche de fonds propres à l'extérieur. Les sociétés voulant avoir accès au marché devraient recourir à des «parrainages» agréés et contrôlés par la bourse australienne, laquelle devrait contrôler l'information

diffusée sur Internet par les entreprises clientes de ces «sponsors». Il serait obligatoire de fournir certaines informations, mais cela ne serait en rien aussi complexe qu'un prospectus.

3.3.5.5. Aux États-Unis, certaines entreprises commencent à offrir des actions au public par le moyen d'Internet. Il est obligatoire d'élaborer un prospectus destiné à la commission des opérations de bourse, mais ce sont les entreprises elles-mêmes qui fixent le prix des actions, ce qui entraîne une plus grande transparence sur le marché une fois que l'introduction est devenue effective. Jusqu'à présent, il semble que la majorité des actions émises par ce moyen soient allées à des investisseurs qui se trouvent dans une assez étroite proximité géographique de l'entreprise.

3.3.5.6. Une forme nouvelle d'émission qui est passablement plus élaborée et s'adresse aux entreprises de taille moyenne est celle de l'«offre publique à risque», qui est maintenant proposée aux États-Unis, y compris par la voie de l'Internet. Les montants couramment recherchés sont de l'ordre de 5 à 10 millions de dollars. Il est obligatoire d'élaborer un prospectus pour la commission des opérations de bourse et pour l'autorité réglementaire de chacun des États où sont offerts les titres. L'émission peut ensuite faire l'objet, sans restriction aucune, de publicité et elle peut être souscrite par un nombre maximum de cinq investisseurs institutionnels et par un nombre illimité d'investisseurs privés. Les actions ne peuvent pas être négociées pendant une période de dix-huit mois à compter de la date d'émission. Cette forme de financement est d'un accès difficile, peut-être en raison de sa nouveauté. Pour 2 000 entreprises qui s'y sont intéressées, une société d'investissement seulement a accepté de lancer une émission pour quatre entreprises. Néanmoins, il semble s'agir là d'un instrument financier ayant un potentiel.

3.3.5.7. L'un des problèmes auxquels il faut faire face si l'on veut encourager des initiatives semblables en Europe est celui d'une réglementation appropriée et de la prévention de la fraude. Même la commission américaine des opérations de bourse n'est pas encore en mesure de publier un ensemble de règles, ce qui signifie qu'il appartiendra peut-être à la Commission européenne d'être la première instance à faire face à ce problème dans sa totalité, en établissant, il faut l'espérer, le cadre de règles à l'intérieur duquel puisse se développer un marché des actions des PME qui soit significatif, transparent et honnête.

Il y a lieu de reconnaître et de soutenir les efforts positifs déployés par la Commission européenne dans le domaine du commerce électronique. Sur cette base, la Commission européenne et les États membres sont invités à ouvrir des consultations, de préférence en maintenant une liaison avec la commission américaine des opérations de bourse, en vue d'élaborer un cadre réglementaire approprié, qui s'applique aux valeurs offertes aux investisseurs par le moyen de l'Internet.

### 3.4. *Barrières potentielles à l'échange transfrontalier d'actions sur les marchés financiers européens pour PME*

#### 3.4.1. Points soulevés par la Commission

##### 3.4.1.1. Problèmes liés aux marchés des changes

Il y a lieu de soutenir le point de vue de la Commission selon lequel ces problèmes ne peuvent être résolus que par la mise en circulation de l'euro et par l'impulsion que cela donnera au commerce transfrontalier des valeurs mobilières. Cela dépendra évidemment du nombre d'États membres qui feront partie du premier cercle et ne peut pas être envisagé indépendamment des résultats de l'économie de l'Union européenne.

##### 3.4.1.2. La réglementation du commerce des valeurs au niveau de l'Union européenne

3.4.1.2.1. L'Union européenne possède quelque dix-huit bourses des valeurs et dix-huit organes de réglementation, alors que les États-Unis ont trois bourses des valeurs principales, dites aussi «nationales», toutes hautement efficaces et servant bien les intérêts des investisseurs et des entreprises. Depuis 1996, année où le Congrès a adopté une législation ayant la primauté sur les réglementations des États en ce qui concerne les valeurs négociées sur ces marchés, ces bourses des valeurs relèvent d'un seul organe réglementaire, à savoir la commission américaine des opérations de bourse. Aujourd'hui, la structure réglementaire fragmentée qui existe en Europe, ainsi que les sociétés d'investissement qui opèrent dans cette structure, ne sauraient faire concurrence de manière efficace au modèle américain.

3.4.1.2.2. Actuellement, la législation de l'Union européenne relative aux services financiers autorise la libre circulation des capitaux et prévoit le droit d'établissement. Mais il manque à cela une quelconque interprétation cohérente des règles posées par les organes nationaux de réglementation. Cette situation, ainsi que la manière non cohérente dont ont été exercées au niveau national les options prévues par la législation sur les services financiers, constituent peut-être les problèmes les plus fondamentaux qui se posent encore dans le domaine de l'organisation et du fonctionnement des bourses des valeurs de l'Union européenne. La monnaie unique ne pourra à elle seule apporter de solution à tous ces problèmes, mais elle constitue un pas nécessaire dans cette direction. De fait, la plénitude des avantages liés à la monnaie unique ne se fera pas sentir dans le secteur des services financiers tant que s'appliquera le régime législatif et réglementaire actuel.

3.4.1.2.3. Des problèmes particuliers se posent en termes de dispositions de la directive «prospectus» lorsque des sociétés sollicitent l'admission à un marché des valeurs en dehors de l'État membre du siège social. Cette directive ne prévoit pas la reconnaissance mutuelle automatique d'un prospectus élaboré aux termes des dispositions de l'article 12 en vue d'obtenir l'admission à un marché réglementé, même si le prospectus a été contrôlé par une autorité compétente. Certaines

autorités sont disposées à délivrer un certificat établissant qu'elles ont contrôlé un prospectus, mais d'autres n'y sont pas disposées. De fait, la mosaïque actuelle des dispositifs réglementaires nationaux, qui reflète les façons différentes dont certaines des options prévues dans les articles de la directive ont été transposées en droit interne par les États membres (dans une légalité parfaite), ne facilite pas autant que cela devrait être le cas le cheminement vers une reconnaissance mutuelle au terme de l'article 21, paragraphe 1, de la directive «prospectus».

3.4.1.2.4. Comme il est précisé au paragraphe 3.2.9, de grandes difficultés existent aussi à cause des exigences supplémentaires posées par certaines autorités compétentes en ce qui concerne la traduction du prospectus et la fourniture d'informations supplémentaires spécifiques à cet État membre, informations qui ont trait aux aspects locaux de l'impôt sur le revenu, aux organismes financiers chargés d'assurer le service financier de l'émetteur dans cet État membre, et à la façon dont les avis aux investisseurs doivent être publiés. En pratique, ces exigences font peser une charge presque insupportable sur les émetteurs les plus petits.

3.4.1.2.5. Autoriser la persistance de telles anomalies aurait pour effet de contrecarrer certains désavantages d'une monnaie unique européenne, tout en mettant les marchés européens des capitaux en situation défavorable par rapport à ceux des États-Unis. Les marchés des capitaux, aux États-Unis, ne sont pas seulement efficaces; ils offrent aussi des choix aux entreprises et élargissent les possibilités des investisseurs. La cause fondamentale de cette situation paraît être le climat réglementaire, qui garantit la transparence et encourage la concurrence. Cela a donc pour effet d'accroître la taille des marchés et de réduire les coûts, aussi bien pour les investisseurs que pour les entreprises qui cherchent des capitaux. Même s'il est vrai que l'Union européenne possède maintenant un cadre de base de réglementations applicables aux marchés et aux services financiers, ces réglementations n'en sont pas moins extrêmement complexes et sont complétées par des dispositions nationales spécifiques; leur application est assurée par des instances réglementaires nationales.

Il faut que la Commission européenne et les États membres examinent la question de savoir si le régime législatif et réglementaire actuel encourage l'approfondissement des marchés des capitaux, approfondissement qui constitue maintenant une nécessité essentielle, et qu'ils prennent des mesures appropriées pour modifier ce régime, et en particulier la directive «prospectus». Il n'y aurait pas besoin d'apporter à cette dernière des modifications majeures pour la transformer en un instrument efficace, mais il faudrait que certains États membres renoncent aux options législatives qu'ils peuvent exercer actuellement, et qui ont été conçues à une époque où les marchés financiers étaient d'une nature beaucoup plus nationale qu'ils ne sont maintenant en train de devenir. S'il est peu probable que soit créé dans un avenir prévisible un organe européen de réglementation comparable à la commission américaine des opérations de bourse, des efforts plus importants

n'en sont pas moins nécessaires pour faire en sorte que l'application des règlements à l'échelon national soit plus cohérente que ce n'est le cas actuellement.

#### 3.4.1.3. Différences entre les législations et pratiques nationales

##### 3.4.1.3.1. Fiscalité

S'il est vrai que la Commission a raison d'affirmer que des accords de double imposition existent dans la plupart des cas, il n'en va toutefois pas ainsi de tous les États membres, deux d'entre eux connaissant des lacunes particulières à cet égard. Néanmoins, c'est apparemment le manque d'information concernant les particularités nationales, plutôt que les différences elles-mêmes, qui est source de difficultés.

La Commission pourrait éventuellement envisager de s'attaquer à cette faiblesse soit en éditant un guide complet en la matière, soit en encourageant la publication d'un tel guide.

##### 3.4.1.3.2. Normes comptables

Il y a lieu de souscrire au sentiment de la Commission selon lequel les normes comptables ne constituent pas un problème de première importance, quoique pour les analystes, qui sont à la source, dans une mesure importante, de l'information du public sur les entreprises, il serait utile qu'un plus grand nombre de documents comptables soient élaborés en conformité des normes comptables internationales. Toutefois, c'est aux bourses des valeurs, et non à la Commission européenne, qu'il appartient de traiter ce problème en posant des règles internes à cet effet. Pour qu'un tel système fonctionne efficacement, cependant, certains États membres, comme cela a été convenu au niveau des principes, devront modifier leur législation nationale afin de permettre aux entreprises d'appliquer des normes internationales. Il semblerait que les États membres concernés se soient engagés à procéder à de telles modifications, et ils sont vivement encouragés à le faire dans les meilleurs délais.

##### 3.4.1.3.3. Gouvernement d'entreprise

3.4.1.3.3.1. Un débat à l'échelle de l'Europe sur ce que serait un niveau indispensable de normes de gouvernement d'entreprise semble avoir son utilité, mais l'on se doit d'être sceptique quant à toute solution fondée sur des dispositions juridiques, étant donné notamment la difficulté qu'il y a à créer soit une directive capable de recevoir l'assentiment du Conseil, soit des ensembles de règles de droit interne ayant un minimum de cohérence.

3.4.1.3.3.2. Une première difficulté est celle qu'il y a à définir convenablement le gouvernement d'entreprise. La définition adoptée par le cabinet «Ernst & Young» dans un rapport élaboré pour la Commission, à savoir: toutes les règles de fonctionnement et de contrôle qui régissent l'existence de l'entreprise dans un cadre historique et géographique donné, est une définition extrêmement large. Tenter de traduire cela en législation (en particulier au niveau européen, compte tenu du retard constaté dans certains États membres, même pour ce qui est des notions les plus élémentaires du gouvernement d'entreprise) pourrait se révéler extrêmement complexe. L'un des dangers possibles serait de voir s'instaurer des restrictions inutiles par rapport aux besoins de flexibilité de gestion dans un environnement

économique qui change rapidement, et cela aurait pour effet de handicaper l'Europe encore davantage dans ses tentatives pour concurrencer le reste du monde.

3.4.1.3.3.3. Même les codes de conduite doivent comporter un élément de flexibilité, sous peine de se révéler inutilement lourds pour la petite entreprise. L'une des bourses européennes des valeurs fixe déjà certains principes fondamentaux de gouvernement d'entreprise que doivent respecter et continuer de respecter les sociétés dont les actions sont admises à la cote:

- le conseil d'administration doit comprendre au moins deux membres indépendants (ne peuvent siéger à ce titre: tous les cadres ou employés de la société ou de ses filiales, tout actionnaire détenteur d'une participation effective supérieure à 20 % et toute personne ayant une relation privée susceptible d'affecter son indépendance de jugement);
- il doit exister un comité des rémunérations, se composant entièrement d'administrateurs indépendants et ayant un rôle conforme aux meilleures pratiques internationales quand doivent être définis des régimes de rémunération et d'incitation pour les administrateurs et les cadres;
- il doit être également créé et maintenu un comité d'audit, dont la majorité se compose d'administrateurs indépendants;
- toutes les transactions entre personnes qui ont des liens entre elles doivent être examinées de manière continue, et l'on a recours pour cela à un organe ayant une majorité indépendante, tel que le comité d'audit, qui devrait également examiner les situations où l'apparition de conflits d'intérêt semble possible.

3.4.1.3.3.4. Si les autres marchés boursiers européens fixaient des règles contraignantes du même type, les problèmes de gouvernement d'entreprise en ce qui concerne les sociétés anonymes seraient en grande partie surmontés, au moins pour ce qui concerne le comportement d'ensemble des dirigeants. Il est possible que d'autres problèmes se manifestent à l'avenir. Étant donné que ce sujet est relativement nouveau, il pourrait y avoir avantage à adopter en ce domaine une démarche «pas à pas», consistant à ne chercher à traiter les abus qu'à mesure qu'ils apparaissent, de préférence par des moyens autres que des moyens législatifs.

##### 3.4.1.3.4. Investissement institutionnel

Le moindre niveau de financement disponible pour l'investissement de capital-risque en Europe s'explique par deux raisons fondamentales, à savoir qu'il existe en Europe un nombre moins important de caisses de retraite intégralement constituées, et que, lorsqu'elles existent, certains États membres imposent à ces organismes des contraintes considérables en ce qui concerne les politiques d'investissement. Il y a lieu de croire que la création d'un nombre plus important de ces caisses de

retraite va devenir une nécessité essentielle, compte tenu des problèmes démographiques auxquels l'Europe sera confrontée au cours du siècle prochain, et pour obtenir un maximum de résultats, ces caisses de retraite devront pouvoir obtenir les rendements plus élevés qui résultent d'investissements significatifs en capital-risque. Il convient d'approuver la position de la Commission lorsque celle-ci souligne l'importance de l'investissement institutionnel pour la réussite de ces marchés, et aussi lorsqu'elle souligne la nécessité de faire disparaître les restrictions désuètes et superflues qui sont imposées aux investissements des caisses de retraite.

Il convient que sous réserve de sauvegardes appropriées et strictement contrôlées, les caisses de retraite aient la liberté de concevoir des stratégies d'investissement qui servent au mieux les intérêts des affiliés à ces caisses.

#### 4. Autres points importants à examiner

##### 4.1. La notion restreinte de «marché réglementé»

4.1.1. La notion juridique de «marché réglementé» ne s'applique que pour ce qui concerne les directives sur les services d'investissement et l'adéquation des fonds propres, à l'exclusion des autres directives de l'Union européenne relatives aux services financiers. Cela comporte, en puissance, un certain nombre de conséquences:

- i) Il semblerait que les actions offertes à la négociation puissent effectivement, dans certaines circonstances, entrer dans la catégorie du marché non officiel («marché gris»), même si elles doivent se conformer à des normes de réglementation et de transparence aussi strictes, voire plus strictes, que celles dont une bourse «officielle» impose le respect.
- ii) Si l'on appliquait la classification des «titres du marché gris», il se pourrait que les entreprises de services financiers soient dans l'obligation de leur accorder une pondération nulle lors du calcul des ratios de solvabilité, ce qui aurait pour effet de restreindre l'investissement institutionnel.
- iii) Les entreprises d'investissement exerçant des activités en rapport avec les OPCVM (organismes de placement collectif dans les valeurs mobilières) pourraient, en vertu des dispositions du droit interne faisant suite à la directive 85/611/CEE, se trouver dans l'obligation d'effectuer une analyse approfondie, correspondant au devoir de prudence du marché réglementé concerné avant de réaliser un quelconque investissement en actions circulant sur ce marché.
- iv) La directive 88/627/CEE concernant les informations à publier lors de l'acquisition et de la cession d'une participation importante dans une société cotée en bourse n'est pas d'application. Cela pourrait amener à une situation où il serait possible d'acquérir une participation substantielle dans une société dont les actions s'échangent sur ces marchés, sans que l'acquéreur soit tenu d'informer la société ou le marché concernés.

4.1.2. L'on présume que la Commission a considéré l'appellation de «marché réglementé» comme compor-

tant une garantie de la fiabilité d'un tel marché. Lorsque cela s'ajoute aux règles rigoureuses imposées aux entreprises dont les actions y sont négociées, il est de toute évidence inopportun que s'appliquent, ou que paraissent s'appliquer, aux yeux des pouvoirs réglementaires, des règles plus rigoureuses que celles qui s'appliquent aux «marchés boursiers officiels». La Commission est invitée à examiner comment il serait possible de résoudre cette anomalie.

##### 4.2. L'expérience des États-Unis

4.2.1. S'il est vrai que des différences de grande ampleur existent au plan économique et social entre les États-Unis et l'Union européenne, il est néanmoins apparent que les États-Unis pourraient nous enseigner des leçons susceptibles d'améliorer la situation européenne, en particulier du point de vue financier, et également sur le plan des services de conseil aux entreprises, ce qui aurait pour effet de contribuer à la création d'un nombre encore plus important d'entreprises, et donc d'emplois.

4.2.2. Prendre des initiatives nouvelles ou adapter les structures existantes à la lumière de ces enseignements ne veut pas dire que l'ensemble de l'Europe deviendrait automatiquement une véritable ruche d'activité des entreprises. L'observation de plusieurs régions des États-Unis ne justifie certainement pas une telle conclusion. Il semble que la croissance des industries et des services innovants (tracer la frontière entre les deux devient de plus en plus difficile) se concentre dans des centres d'excellence qui, pour une large part, se situent soit autour des établissements universitaires, soit dans des zones telles que l'ouest de la capitale fédérale, Washington.

4.2.3. Les raisons pour lesquelles les niveaux de création d'entreprises sont élevés aux États-Unis sont en partie culturelles, car l'esprit d'entreprise, le sens de l'indépendance et de la flexibilité sont plus répandus dans la population. Les efforts visant à inculquer aux Européens, par le biais du système d'éducation, davantage d'esprit d'entreprise (efforts que la Commission a apparemment l'intention d'encourager) devront se déployer sur de longues périodes, en l'occurrence au moins une génération.

4.2.4. Les politiques des pouvoirs publics en Europe doivent viser à faciliter la création de nouvelles entreprises et à éviter que le taux de disparition d'entreprises dans les cinq premières années de leur existence soit plus élevé qu'aux États-Unis, et faire en sorte aussi qu'un plus grand nombre d'entreprises aient la possibilité d'atteindre une taille moyenne.

4.2.5. L'objectif qu'il faut poursuivre est de donner aux PME, et notamment à celles qui sont des entreprises nouvelles, l'accès à une assistance. La manière dont est fournie cette assistance, que ce soit par l'intermédiaire d'organismes publics, de contractants, ou de toute autre façon, relève du choix des États membres, de préférence après concertation avec les partenaires sociaux. Toutefois, les États membres devraient faire en sorte de réduire le plus possible «l'effet de déplacement». Cela signifie qu'il convient de ne pas apporter l'assistance sous une forme qui constitue un avantage concurrentiel indu pour le court terme.

## 5. Analyse des conclusions de la Commission

5.1. Il est impossible de contester les conclusions de la Commission, telles qu'elles sont présentées dans la communication, si ce n'est pour dire que le cheminement vers l'objectif d'une véritable culture boursière des PME en Europe risque d'être un processus long. Mais il le sera d'autant moins qu'existera un engagement nouveau et positif des pouvoirs législatifs et, à l'échelon national, des autorités réglementaires en vue de réduire les obstacles inutiles. Notamment, il est essentiel que l'innovation sur les marchés des valeurs mobilières ne soit pas retardée, voire étouffée, par des problèmes réglementaires. Il faut en tous temps éviter de perdre de vue le fait que l'objectif principal que poursuivent les lois sur les valeurs mobilières et que poursuivent les autorités réglementaires est de:

- réglementer les relations entre le courtier et le client, de sorte que ce dernier ne soit ni traité de manière non équitable, ni exposé au risque de fraude;
- protéger plus généralement les investisseurs contre la fraude et les manipulations du marché.

5.2. Cet objectif n'est donc ni d'essayer de protéger les personnes en question contre les risques du marché, ni de protéger des intérêts nationaux spécifiques de nature commerciale, ce qui se révélera être de plus en plus difficile sur les marchés financiers mondiaux que nous connaissons aujourd'hui.

5.3. Le rôle économique premier des marchés boursiers est de canaliser l'épargne passive vers des investissements productifs. Ce que les entreprises d'investissement ne peuvent pas faire actuellement est assurer le niveau optimal de liquidité sur le marché en raison de l'état d'esprit restrictif dans lequel se trouvent, à l'échelon national, les autorités réglementaires et les pouvoirs législatifs par rapport aux questions d'approbation des prospectus et de définition d'une offre publique et par rapport à la question de savoir ce qui a droit à l'appellation d'«eurodevise» (voir l'article 3, alinéa f) de la directive «prospectus» 89/298/CEE). La Commission devrait veiller à ce que cet article de la directive soit correctement appliqué au niveau national.

5.4. Ce dont l'Europe a besoin pour amener à leur maximum les niveaux de création d'entreprises et de création d'emplois, en s'appuyant, comme c'est le cas aux États-Unis, sur des marchés financiers efficaces, et en maintenant son identité sociale distincte, ce sont les éléments suivants:

- flux plus important d'entreprises saines désireuses d'être introduites en bourse. Cela suppose une augmentation, de façon globale, du nombre d'entreprises; cela suppose aussi que ces entreprises ne souffrent pas de pénurie de capitaux, qu'elles aient

accès à des services de conseils compétents en matière commerciale, que leur progression ne soit pas retardée par des obligations réglementaires superflues, et enfin qu'elles puissent assurer plus facilement la protection juridique de leurs innovations;

- l'incitation à une augmentation du flux des investissements vers l'actionariat à tous les stades de l'évolution de l'entreprise;
- des bourses des valeurs «de démarrage», probablement au niveau régional, à partir desquelles les entreprises puissent évoluer vers des marchés nationaux et européens plus importants lorsqu'elles ont atteint le stade de développement approprié, ainsi que l'utilisation des possibilités offertes par l'Internet; et
- une réforme de la réglementation européenne en matière de valeurs mobilières de manière à favoriser une plus grande transparence et une plus grande concurrence, et à permettre le fonctionnement efficace d'un secteur des services financiers qui soit véritablement à la dimension de l'Europe.

5.5. L'on ne peut nier que, dans chaque cas, certains États membres ont peut-être déjà des mécanismes parfaitement adéquats qui sont en place pour traiter le problème soulevé, bien que, vraisemblablement, des mécanismes supplémentaires soient appelés à être créés suite au Conseil européen extraordinaire sur l'emploi qui s'est tenu en novembre 1997. L'objectif de ces recommandations est d'encourager l'élaboration d'un cadre global qui facilite le développement des PME et la création de nouveaux emplois dans toutes les régions au sein de l'Union européenne, et ce par une action consistant à combler les lacunes qui demeurent encore présentes dans le cadre de soutien. Cela aura des retombées positives sur les niveaux globaux de prospérité économique dans l'Union européenne, vu que la majorité des entreprises est constituée de PME. La forme sous laquelle ces mesures seront introduites dépendra des traditions et des structures propres à chaque État membre.

## 6. Observations supplémentaires

6.1. Le Comité accueille favorablement les développements de politique publique envisagés dans la communication de la Commission «Le capital-investissement: clé de la création d'emplois dans l'Union européenne»<sup>(1)</sup>. Il prend également acte du fait que la vaste majorité des initiatives suggérées suivent la même approche que le présent avis. Le Comité souscrit aux points de vue exprimés dans cette communication et demande à être consulté sur la poursuite de l'évolution des politiques menées dans ce domaine.

<sup>(1)</sup> SEC(1998) 522 final.

Bruxelles, le 27 mai 1998.

*Le Président*  
*du Comité économique et social*  
Tom JENKINS