

APPEL À CONTRIBUTIONS POUR UNE ANALYSE D'IMPACT

Le présent document a pour objet de donner des informations sur les travaux de la Commission au public et aux parties prenantes, afin de leur permettre de formuler des observations sur l'initiative envisagée et de participer efficacement aux consultations.

Les parties prenantes sont notamment invitées à exprimer leur point de vue sur la manière dont la Commission envisage le problème et les solutions possibles, et à mettre à disposition toute information pertinente en leur possession, notamment au sujet des incidences éventuelles des différentes options.

INTITULE DE L'INITIATIVE	Législation sur la cotation: rendre les marchés des capitaux plus attractifs pour les entreprises de l'UE et faciliter l'accès des PME aux capitaux
DG CHEF DE FILE – UNITE RESPONSABLE	FISMA C3 et B1
TYPE PROBABLE D'INITIATIVE	Législation, réglementation
CALENDRIER INDICATIF	T3 2022 (septembre 2022)
INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES	Action 2 – Soutenir l'accès aux marchés boursiers Commission européenne (europa.eu)

Le présent document est publié à titre purement informatif. Il ne préjuge pas de la décision finale de la Commission quant à la poursuite de cette initiative ou à son contenu final. Tous les éléments de l'initiative décrits dans le présent document, y compris son calendrier, sont susceptibles d'être modifiés.

A. Contexte politique, définition du problème et analyse de la subsidiarité

Contexte politique

L'élargissement de l'accès des entreprises de l'UE aux sources de financement existant sur le marché, à chaque étape de leur développement, est une priorité centrale de l'union des marchés des capitaux (UMC). L'initiative relative à l'union des marchés des capitaux vise donc à créer un cadre réglementaire plus favorable qui soutienne l'accès des sociétés, et des petites et moyennes entreprises (PME) en particulier, aux marchés boursiers. Les avantages de la cotation sont notamment une moindre dépendance par rapport aux financements bancaires, une diversification accrue de la base d'investissement, un accès plus aisé au financement par l'emprunt et par l'apport de capitaux propres (dans le cadre d'offres secondaires), ainsi qu'une meilleure visibilité publique et une plus grande reconnaissance de la marque. Une structure de financement plus équilibrée entre les banques et les sources de financement sur le marché peut rendre l'économie réelle plus résistante aux chocs qui frappent, par exemple, le secteur bancaire. C'est pourquoi l'accès au financement de marché est particulièrement vital pour soutenir la reprise et contribuer à la construction d'une économie durable après la crise.

En juin 2020, la Commission a adopté le train de mesures de relance par les marchés des capitaux (CMRP), qui a introduit des modifications ciblées, entre autres, du règlement Prospectus et de la directive MiFID II afin d'encourager les investissements dans l'économie et de faciliter une recapitalisation rapide des entreprises. Toutefois, dans certains cas, les règles modifiées ne s'appliqueront que pendant une période limitée. Si le CMRP a facilité l'accès des entreprises au financement par les marchés boursiers, il n'a pas mis fin à la nécessité d'évaluer soigneusement si de nouvelles adaptations permanentes du régime général de cotation permettraient aux entreprises de l'UE d'être cotées plus facilement, tant sur les marchés de croissance des PME que sur les marchés réglementés, sans porter atteinte à l'intégrité des marchés et à la protection des investisseurs.

Reconnaissant cet état de fait, le nouveau [plan d'action pour l'UMC](#) adopté en septembre 2020 a annoncé que «afin de promouvoir et de diversifier l'accès des petites entreprises innovantes au financement, la Commission cherchera à simplifier les règles de cotation applicables aux marchés boursiers». Dans le prolongement de ce plan, et en s'appuyant sur les mesures déjà introduites en 2019 dans le cadre de la législation sur la cotation des PME visant à promouvoir les marchés de croissance des PME, la Commission a mis sur pied un groupe d'experts techniques (TESG) sur les PME. Dans son [rapport final](#) publié en mai 2021, le TESG a formulé douze recommandations visant à promouvoir davantage l'accès des PME aux marchés boursiers.

Enfin, la présidente Von der Leyen a annoncé, dans sa lettre d'intention adressée au Parlement et à la présidence

du Conseil le 15 septembre 2021, une proposition législative pour 2022 visant à faciliter l'accès des PME aux capitaux.

Problème que l'initiative vise à résoudre

Les données montrent que la situation n'est pas optimale en ce qui concerne les cotations en Europe. Actuellement de nombreuses entreprises de l'UE, en particulier des PME, n'ont pas la possibilité d'accéder à des financements publics (en titres de capital et en titres autres que de capital), ce qui limite leur choix de financement alternatif et les rend tributaires de sources traditionnelles qui peuvent être limitées en période de crise. Les marchés de capitaux publics de l'UE restent sous-développés par leur taille, notamment par rapport aux marchés d'autres grands pays.

Sous réserve d'une analyse plus approfondie, les trois sources de problèmes suivantes ont été identifiées.

1. Les entreprises, en particulier les PME, ne considèrent pas la cotation dans l'UE comme un moyen de financement simple et abordable et peuvent éprouver des difficultés à rester cotées en raison des exigences et des coûts récurrents en matière de cotation.

Plus précisément, le nouveau plan d'action pour l'UMC a répertorié des facteurs tels que la charge administrative élevée, les coûts élevés liés à la cotation et au respect des règles pour maintenir la cotation après l'admission, qui dissuaderaient de nombreuses entreprises, notamment des PME, d'entrer sur les marchés boursiers. Lorsqu'elles prennent une décision sur l'opportunité d'entrer en Bourse ou non, les entreprises mettent en balance les avantages escomptés et les inconvénients de la cotation. Si les inconvénients l'emportent sur les avantages ou si d'autres sources de financement offrent une option moins coûteuse et plus facile d'accès, les entreprises ne chercheront pas à accéder aux marchés boursiers. Cela limite de fait l'éventail des possibilités de financement disponibles pour les entreprises, en particulier les PME, désireuses de croître et de changer d'échelle. En outre, le développement de formes alternatives de cotation telles que la société dédiée spécifiquement à une acquisition (SPAC), qui peuvent constituer une possibilité de financement intéressante pour les entreprises en expansion et les jeunes pousses, peut aussi être une indication et une conséquence directe des difficultés rencontrées par les émetteurs pour procéder à une introduction en Bourse dans l'UE. Bien que la cotation de SPAC dans l'UE reste marginale par rapport à ce que connaissent d'autres pays, il peut être approprié d'évaluer si les règles existantes sont adaptées aux entreprises/aux investisseurs, afin d'encourager le recours à la SPAC qui peut constituer une chance pour eux, et de fournir les garanties appropriées dans ce contexte.

2. Les marchés boursiers de l'UE ne sont pas suffisamment souples pour répondre aux besoins de financement des entreprises.

Ce manque de souplesse peut être imputable à des contraintes réglementaires (p. ex. en ce qui concerne la capacité des propriétaires d'entreprise à garder le contrôle de leur entreprise lors de son introduction en Bourse en émettant des actions à droit de vote multiple), ainsi qu'à un manque de clarté de la législation applicable (par exemple sur les conditions auxquelles une société peut demander une double cotation). Ces contraintes, ou cette insécurité juridique, peuvent dissuader certaines entreprises de recourir aux marchés boursiers dans l'UE et porter préjudice à l'attractivité de l'UE en tant que destination d'OPI (offres publiques initiales), y compris dans un contexte mondial.

3. Le manque de recherche en investissements et la liquidité insuffisante dissuadent certains investisseurs d'investir dans certains titres cotés.

Souvent, les titres émis par des entreprises de petite taille ou peu connues dans l'UE se caractérisent par une liquidité plus faible et une prime d'illiquidité plus élevée, qui peuvent résulter directement de la perception de ces entreprises qu'ont les investisseurs, notamment institutionnels, qui ne les trouvent pas suffisamment attractives. La liquidité limitée peut s'expliquer par plusieurs facteurs, dont le manque de recherche sur le marché des actions, en particulier en ce qui concerne les PME. En outre, les investisseurs institutionnels peuvent craindre un risque pour leur réputation lorsqu'ils investissent dans des sociétés cotées dans le cadre de systèmes multilatéraux de négociation (MTF), y compris sur les marchés de croissance des PME, étant donné que ces plateformes n'imposent pas d'exigences minimales aux émetteurs en matière de gouvernance d'entreprise.

Outre les sources de problèmes énumérées ci-dessus, l'accès aux marchés boursiers de l'UE est également entravé par d'autres facteurs, tels qu'un traitement fiscal plus favorable du financement par endettement que par fonds propres et le manque de connaissance des marchés des capitaux au sein des PME. Ces facteurs, de même que d'autres éléments hors contexte, ne sont pas pris en compte dans la présente initiative, qui met l'accent sur les obstacles réglementaires.

Base de l'action de l'Union (base juridique et analyse de la subsidiarité)

Base juridique

La base juridique de cette initiative de l'UE sera l'article 114 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) pour le règlement sur les prospectus et le règlement sur les abus de marché et, le cas échéant, l'article 53 du TFUE pour la directive concernant les marchés d'instruments financiers (MiFID II) et la directive concernant l'admission à la cote.

Nécessité pratique d'une action de l'Union

Les États membres ne peuvent résoudre les problèmes précités par des actions isolées. La législation applicable aux émetteurs, aux Bourses et aux prestataires de services d'investissement est largement harmonisée au niveau de l'UE (par exemple par le règlement sur les prospectus, le règlement sur les abus de marché, la MiFID II, etc.), ce qui ne laisse qu'une marge de manœuvre limitée aux États membres pour adapter le cadre juridique aux conditions locales. Par conséquent, des modifications de la législation de l'UE seraient justifiées pour apporter les améliorations souhaitées. Une action de l'UE serait plus appropriée, étant donné que l'initiative devrait également viser à soutenir les activités de cotation et de négociation transfrontières dans l'UE, afin d'approfondir l'intégration des marchés des capitaux de l'UE et d'atteindre une certaine taille. Ces objectifs ne peuvent être atteints par des modifications des règles nationales et d'autres interventions nationales. En outre, en l'absence d'un cadre juridique spécifique de l'UE pour l'offre publique initiale de SPAC, il pourrait être approprié, sous réserve de recherches supplémentaires, d'envisager des garanties appropriées au niveau de l'UE afin d'éviter des divergences nationales et d'éventuels arbitrages réglementaires à l'avenir.

B. Objectifs et options

L'objectif général de cette initiative est de rendre la cotation de titres de capital et de titres autres que de capital sur les marchés publics de l'UE plus attrayante pour les entreprises, et notamment pour les PME. Cela permettrait aux émetteurs de l'UE de financer plus facilement leur activité et de croître, d'innover et de créer des emplois, tout en préservant un niveau élevé de protection des investisseurs et d'intégrité des marchés. La résilience de l'économie de l'UE serait ainsi renforcée, ce qui aurait une incidence positive sur la croissance économique et les perspectives d'emploi dans l'UE. Plus précisément, cette initiative vise à: i) simplifier et assouplir les exigences d'admission à la cote et les exigences récurrentes en matière de cotation, afin de réduire les coûts supportés par les émetteurs et d'accroître la sécurité juridique en leur faveur; ii) supprimer les contraintes réglementaires susceptibles de nuire à la flexibilité des marchés publics; et iii) accroître la visibilité des PME pour les investisseurs et améliorer leur attractivité. Cet objectif pourrait être atteint en recourant à des mesures de haut niveau parmi les options suivantes:

- a) des modifications ciblées de dispositions de plusieurs actes de l'UE (tels que le règlement sur les prospectus, le règlement sur les abus de marché, la directive MiFID II et la directive concernant l'admission à la cote), dispositions qui, actuellement, peuvent dissuader des entreprises, en particulier des PME, de demander une cotation (ces mesures seraient, par exemple, un assouplissement des exigences énoncées dans le règlement sur les prospectus, la clarification des conditions permettant de différer la publication d'informations privilégiées, la simplification du régime de sondage de marché prévu par le règlement sur les abus de marché, etc.);
- b) l'introduction de nouvelles dispositions visant à accroître la flexibilité au bénéfice des émetteurs qui souhaitent accéder aux marchés publics des capitaux, et à améliorer l'attractivité des PME pour les investisseurs (p. ex. introduction de dispositions sur les actions à droit de vote multiple, normes de gouvernance d'entreprise pour les sociétés cotées sur les marchés de croissance des PME, etc.).

Ces options seront évaluées par rapport à un scénario de référence dans lequel aucune modification ne serait apportée au corpus réglementaire de l'UE et où ce dernier continuerait de s'appliquer en l'état.

Si des modifications législatives s'avéraient indispensables, le principe «penser aux PME d'abord» serait appliqué dans l'ensemble de la proposition de la Commission, étant donné que l'un de ses objectifs est de réduire la charge pesant sur les petites entreprises et de garantir la proportionnalité dans le cadre réglementaire de l'UE.

C. Incidences probables

En supprimant des formalités administratives et en réduisant les coûts de mise en conformité, cette initiative devrait faciliter la levée de fonds sur les marchés publics par des émissions d'actions et de titres de créance. Elle est donc susceptible d'avoir une incidence économique considérable.

Sur le plan microéconomique, un accès plus aisé à la cotation en bourse contribuerait à renforcer les fonds propres

des entreprises de l'UE, et notamment des PME, et à rééquilibrer leurs structures de financement, ce qui leur permettrait de mieux résister aux crises futures et de se remettre des conséquences de la crise de la COVID-19, tout en les mettant sur la voie d'une croissance plus durable à plus long terme. En encourageant davantage d'entreprises à faire admettre leurs instruments financiers à la négociation sur les marchés, cette initiative pourrait également élargir les possibilités d'investissement tant pour les investisseurs de détail que pour les investisseurs institutionnels, et s'attaquer au problème de liquidité, notamment sur les marchés dédiés aux PME, en augmentant le volume des transactions sur ces plateformes. Favoriser les OPI est essentiel pour stimuler également le financement à un stade plus précoce; en effet, le fait d'offrir davantage de possibilités de désengagement aux investisseurs au moyen d'OPI renforcerait l'attractivité des investissements en capital-risque et en capital-investissement.

Au niveau macroéconomique, cette initiative pourrait aussi rendre les marchés publics des capitaux de l'UE plus compétitifs, améliorer l'autonomie stratégique ouverte de l'UE et y favoriser la croissance et la création d'emplois. Cela se ferait en étoffant le marché des OPI dans l'UE et en permettant aux entreprises prometteuses d'accéder aux marchés publics des capitaux de l'UE afin d'accroître leur visibilité à l'égard des investisseurs, d'améliorer leur réputation et de toucher d'autres marchés, ainsi que d'accélérer leur croissance. Cette initiative pourrait également contribuer à la stabilité financière en augmentant le financement sur fonds propres à long terme et en réduisant la dépendance excessive des PME à l'égard des prêts bancaires. Enfin, des marchés des actions et des obligations plus profonds et mieux intégrés pour les entreprises de l'UE, y compris les PME, contribueraient à une meilleure allocation des capitaux aux entreprises durables et innovantes.

D. Amélioration de la réglementation

Analyse d'impact

En gardant à l'esprit le principe «évaluer avant d'agir», la Commission procédera à une évaluation ciblée afin de vérifier d'abord si les cadres législatifs existants (par exemple, le règlement sur les abus de marché ou le règlement sur les prospectus) sont adaptés aux objectifs spécifiques de cette initiative. Une analyse d'impact sera réalisée afin de soutenir la préparation de cette initiative et d'éclairer la décision de la Commission. Les travaux préparatoires d'envergure que la DG FISMA a déjà effectués apportent des informations précieuses et compléteront les informations que livrera le processus de consultation publique (par exemple: avis technique de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), échanges au sein du TESG et du Forum de haut niveau sur l'union des marchés des capitaux, et nombreuses réunions des parties prenantes). Enfin, la Commission a commandé des études au secteur d'activité (p. ex. l'étude Oxera sur les marchés primaires et secondaires des actions dans l'UE) et a obtenu des contributions d'universités et d'institutions publiques, également susceptibles de contribuer à la préparation de l'analyse d'impact.

Stratégie de consultation

Conformément aux principes du programme d'amélioration de la réglementation, la Commission a décidé de lancer une consultation publique ouverte de 12 semaines destinée à recueillir des éléments d'information sur les obstacles réglementaires à la cotation des entreprises. Les réponses des parties prenantes permettront de mieux comprendre les principaux facteurs qui sous-tendent les tendances récentes observées sur le marché des OPI et d'évaluer l'impact d'éventuelles mesures législatives. La consultation publique ouverte comprend 7 questions générales et est disponible dans 23 langues officielles de l'UE. Compte tenu de sa nature générale, elle pourrait être mieux adaptée au grand public.

Parallèlement à la consultation publique ouverte, la Commission a décidé de lancer une consultation ciblée de 12 semaines disponible uniquement en anglais. Les questions posées dans la consultation publique figurent aussi dans la consultation ciblée, qui comprend des questions supplémentaires portant sur des aspects plus techniques, s'adressant davantage aux professionnels des marchés des capitaux, aux autorités compétentes et aux universitaires. La consultation ciblée, en particulier, sollicite des contributions portant (entre autres) sur les modifications potentielles du règlement sur les prospectus, du règlement sur les abus de marché, de la directive MiFID II, de certains aspects du droit des sociétés et de la directive concernant l'admission à la cote, en vue de déterminer quelles sont les exigences les plus contraignantes et la manière dont il serait possible de les atténuer sans porter atteinte à l'intégrité du marché et au régime général de transparence.

Les résultats des activités de consultation seront résumés dans un rapport de synthèse annexé à l'analyse d'impact et publié sur la page de la consultation.

Raisons de la consultation

Conformément aux principes du programme d'amélioration de la réglementation, la Commission a décidé de lancer une consultation publique ouverte visant à recueillir des informations sur les obstacles réglementaires à la cotation des entreprises. Les réponses des parties prenantes permettront de mieux comprendre les principaux facteurs qui sous-tendent les tendances récentes observées sur le marché des OPI et d'évaluer l'impact d'éventuelles mesures législatives. La Commission tiendra également compte du retour d'information et des propositions déjà avancées par le groupe d'experts technique sur les PME (TESG), le forum de haut niveau sur l'union des marchés des capitaux et d'autres parties prenantes dans le cadre d'échanges antérieurs et des contributions présentées.

Parallèlement à cette consultation publique ouverte a été lancée une consultation ciblée, visant à recueillir des points de vue plus techniques et uniquement disponible en anglais. Les questions posées dans la consultation publique ouverte figurent également dans la consultation ciblée, qui comporte aussi des questions supplémentaires et plus techniques. Par conséquent, nous conseillons aux parties prenantes de répondre à une seule des deux versions (soit la consultation ciblée, soit la consultation publique ouverte) afin d'éviter les doublons. Veuillez noter que les réponses à chaque questionnaire seront prises en considération de la même manière.

Public cible

Toutes les parties prenantes sont invitées à envoyer leurs contributions, notamment les États membres, les autorités nationales compétentes et l'AEMF, les acteurs du marché, y compris les PME (PME cotées et PME envisageant une cotation en bourse), les entreprises autres que les PME, les Bourses, les investisseurs de détail et institutionnels, les organisations de consommateurs et d'investisseurs, les courtiers, les conseillers spécialisés qui aident les entreprises pour leur OPI et les autres prestataires de services.