

COM(2022) 761 final

ASSEMBLÉE NATIONALE

QUINZIÈME LÉGISLATURE

SÉNAT

SESSION ORDINAIRE DE 2022/2023

Reçu à la Présidence de l'Assemblée nationale
le 02 février 2023

Enregistré à la Présidence du Sénat
le 02 février 2023

TEXTE SOUMIS EN APPLICATION DE L'ARTICLE 88-4 DE LA CONSTITUTION

PAR LE GOUVERNEMENT,

À L'ASSEMBLÉE NATIONALE ET AU SÉNAT

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

E 17464



COMMISSION
EUROPÉENNE

Bruxelles, le 7.12.2022
COM(2022) 761 final

2022/0406 (COD)

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**

(Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE)

EXPOSÉ DES MOTIFS

1. CONTEXTE DE LA PROPOSITION

• Justification et objectifs de la proposition

La présente proposition fait partie du paquet législatif sur l'admission à la cote, un ensemble de mesures visant à rendre les marchés des capitaux plus attrayants pour les entreprises de l'UE et faciliter l'accès des petites et moyennes entreprises (PME) aux capitaux. Elle est conforme à l'objectif principal de l'union des marchés des capitaux (UMC) qui vise à améliorer l'accès aux sources de financement fondées sur le marché pour les entreprises de l'UE à chaque étape de leur développement, notamment pour les petites entreprises. De fait, les sociétés cotées en bourse surpassent souvent les entreprises non cotées en matière de croissance annuelle des recettes et de création d'emplois. En étant cotées sur les marchés boursiers, les entreprises peuvent diversifier leur base d'investisseurs, réduire leur dépendance à l'égard du financement bancaire, accéder plus facilement à des fonds propres supplémentaires et à des financements par l'emprunt (au moyen d'offres secondaires), accroître leur visibilité auprès du public ainsi que la notoriété de leur marque.

Depuis la publication du premier plan d'action pour l'UMC en 2015, des progrès ont été accomplis pour permettre aux entreprises, en particulier aux PME, d'accéder plus facilement et à moindre coût aux marchés boursiers. En janvier 2018, la directive concernant les marchés d'instruments financiers (MiFID II)¹ a introduit une nouvelle catégorie de systèmes multilatéraux de négociation (MTF), les marchés de croissance des PME, afin d'encourager les PME à accéder aux marchés des capitaux². En 2019, de nouvelles règles de l'UE ont été introduites pour réduire les formalités administratives et la charge réglementaire pesant sur les entreprises cotées sur les marchés de croissance des PME, tout en préservant un niveau élevé de protection des investisseurs et d'intégrité du marché³. Néanmoins, malgré les changements introduits, les parties intéressées continuent de faire valoir que des mesures réglementaires supplémentaires sont nécessaires pour rationaliser le processus d'admission à la cote et le rendre plus souple pour les émetteurs. Le nouveau plan d'action pour l'UMC, adopté en septembre 2020, annonçait: «afin de promouvoir et de diversifier l'accès des petites entreprises innovantes au financement, la Commission s'efforcera de simplifier les règles d'admission à la cote sur les marchés boursiers». Dans le prolongement de ce qui précède et sur la base du règlement (UE) 2019/2115, la Commission a mis en place un groupe d'experts techniques des parties intéressées (TESG) sur les PME, qui a conforté les préoccupations des parties intéressées en ce qui concerne la nécessité de nouvelles mesures législatives pour soutenir l'admission à la cote des entreprises, en particulier des PME. Dans son rapport final

¹ Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE (refonte) (JO L 173 du 12.6.2014 p. 349).

² Pour qu'un MTF puisse être considéré comme un marché de croissance des PME, au moins 50 % des émetteurs dont les instruments financiers sont négociés sur le MTF doivent être des PME, définies dans la directive MiFID II comme des entreprises dont la capitalisation boursière moyenne est inférieure à 200 millions d'EUR (voir le considérant 132 de la directive MiFID II). Afin de garantir un niveau approprié de protection des investisseurs, les règles d'admission à la cote sur les marchés de croissance des PME doivent également satisfaire à certaines normes de qualité, telles que l'obligation d'établir un document d'admission approprié (lorsqu'un prospectus n'est pas requis) et de fournir des informations financières périodiques. Le cadre des marchés de croissance des PME a été élaboré afin de mieux tenir compte des besoins particuliers des PME qui entrent pour la première fois sur les marchés des actions et des obligations.

³ Règlement (UE) 2019/2115 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 modifiant la directive 2014/65/UE et les règlements (UE) n° 596/2014 et (UE) 2017/1129 en ce qui concerne la promotion du recours aux marchés de croissance des PME (JO L 320 du 11.12.2019, p. 1).

de mai 2021, le TESG a formulé 12 recommandations visant à modifier le cadre de l'admission à la cote tant sur les marchés réglementés que sur les marchés de croissance des PME⁴.

Le 15 septembre 2021, la présidente von der Leyen a annoncé, dans sa lettre d'intention⁵ adressée au Parlement et à la présidence du Conseil, une proposition législative visant à faciliter l'accès des PME aux capitaux, qui a été incluse dans le programme de travail de la Commission pour 2022⁶.

La décision d'une entreprise de s'introduire en bourse est complexe et est influencée par une multitude de facteurs, dont beaucoup échappent à la portée des régulateurs et ne peuvent donc pas être traités directement par une intervention législative. Par exemple, les caractéristiques de l'écosystème qui déterminent le coût des services d'admission à la cote, l'instabilité géopolitique, le Brexit, la COVID-19, la politique de la banque centrale et l'inflation ont toutes eu (et continueront d'avoir) une incidence sur la question de savoir si une entreprise doit entrer en bourse, quand et où elle doit entrer en bourse et si elle doit rester cotée dans l'UE. Toutefois, les exigences réglementaires ainsi que les coûts et la charge y afférents sont également des facteurs importants dans la décision d'une entreprise d'entrer en bourse et de rester cotée. Le paquet législatif sur l'admission à la cote présente un ensemble ciblé de mesures visant à: i) réduire la charge réglementaire lorsqu'elle est jugée excessive (c'est-à-dire lorsque la réglementation pourrait contribuer à la protection des investisseurs/à l'intégrité du marché d'une manière présentant un meilleur rapport coût/efficacité pour les parties intéressées); et ii) accroître la latitude accordée dans le cadre du droit des sociétés aux fondateurs/actionnaires majoritaires des sociétés dans le choix de la manière de distribuer les droits de vote après l'admission à la négociation d'actions.

Le cadre réglementaire applicable au processus d'admission à la cote est complexe. Les entreprises doivent se conformer aux exigences réglementaires avant, pendant et après l'offre publique initiale (OPI). La présente proposition est axée sur les obstacles réglementaires qui apparaissent lors de la phase antérieure à l'OPI et porte sur l'inégalité des chances entre les entreprises de l'ensemble de l'UE pour le choix des structures de gouvernance appropriées lors de l'admission à la cote. La proposition de directive est accompagnée de deux autres propositions législatives: i) une proposition de règlement modifiant le règlement Prospectus⁷, le règlement relatif aux abus de marché⁸, le règlement concernant les marchés d'instruments financiers (MiFIR)⁹; et ii) une proposition de directive abrogeant la directive sur l'admission à

⁴ Rapport final du groupe d'experts techniques des parties intéressées (TESG) sur les PME: *Empowering EU capital markets - Making listing cool again* (Donner des moyens d'action aux marchés des capitaux de l'UE — Rendre à nouveau cool la cotation) (europa.eu).

⁵ Voir p. 4: *state_of_the_union_2021_letter_of_intent_en.pdf* (europa.eu).

⁶ Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions intitulée «Programme de travail de la Commission pour 2022 — Ensemble pour une Europe plus forte», COM(2021) 645 final cwp2022_en.pdf (europa.eu).

⁷ Règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé et abrogeant la directive 2003/71/CE (JO L 168 du 30.6.2017, p. 12).

⁸ Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission (JO L 173 du 12.6.2014, p. 1).

⁹ Règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012.

la cote¹⁰ et modifiant la directive MiFID II. Les deux propositions visent à rationaliser et à clarifier les obligations d'information applicables aux marchés primaire et secondaire, tout en maintenant un niveau approprié de protection des investisseurs et d'intégrité du marché. La proposition de directive abrogeant la directive sur l'admission à la cote et modifiant la directive MiFID II vise également à accroître le faible niveau de recherche en investissements dans les PME.

L'un des principaux problèmes qui dissuadent les fondateurs et les familles de prendre la décision de s'adresser au public (lors de la phase antérieure à l'OPI) est la crainte de perdre le contrôle de leur entreprise une fois qu'elle sera cotée en bourse. L'introduction en bourse implique une dilution de la propriété, réduisant ainsi le contrôle des fondateurs et des familles sur les investissements importants et les décisions d'exploitation de l'entreprise. Les entreprises, en particulier les PME, peuvent être plus susceptibles de s'introduire sur les marchés boursiers si les actionnaires majoritaires peuvent conserver le pouvoir de décision au sein de l'entreprise après l'introduction en bourse. Cela leur permet de continuer à façonner l'entreprise en fonction de leur vision stratégique, tout en bénéficiant des avantages liés à la qualité de société cotée en bourse et tout en levant suffisamment de fonds pour justifier la décision de se soumettre au processus d'admission à la cote. C'est particulièrement le cas pour les petites entreprises familiales, les jeunes pousses et les entreprises dont les projets à long terme impliquent des coûts initiaux importants. Toutes ces entreprises risquent d'être trop exposées aux fluctuations des marchés boursiers ou à la menace d'une prise de contrôle hostile. Ces entreprises tireraient également le plus grand avantage de l'admission à la cote sur un marché de croissance des PME, une catégorie de MTF spécialement conçue pour les PME et dans laquelle elles peuvent bénéficier d'exigences réglementaires moins strictes. Les petites entreprises peuvent avoir davantage besoin de financements diversifiés que les grandes entreprises en raison de leur profil généralement plus risqué, de leur faible visibilité vis-à-vis des investisseurs potentiels, de leur incapacité à supporter les frais d'une introduction en bourse à l'étranger et, dans certains cas, d'un besoin accru de se développer. Par conséquent, étant donné que l'accès aux marchés boursiers est particulièrement important pour les petites entreprises à croissance rapide, la présente proposition met l'accent sur les sociétés cotées sur les marchés de croissance des PME.

Les structures avec actions à votes multiples sont un mécanisme efficace permettant aux propriétaires des entreprises d'y conserver leur pouvoir de décision tout en levant des fonds sur les marchés boursiers. Ces structures actionnariales permettent à un actionnaire (ou à un groupe d'actionnaires) de détenir une participation de contrôle dans une société sans avoir à réaliser l'investissement économique proportionnel qui serait requis pour cette participation si toutes les actions avaient le même droit de vote. Les structures avec actions à votes multiples comprennent généralement au moins deux catégories d'actions distinctes et séparées, avec un nombre différent de droits de vote attachés aux actions appartenant à chaque catégorie.

Les structures avec actions à votes multiples ne sont qu'un des mécanismes existants de consolidation du contrôle, c'est-à-dire des mécanismes qui créent une dissociation dans le rapport entre la propriété financière et le droit de vote de sorte qu'un actionnaire peut accroître son contrôle sans détenir une participation proportionnelle au capital. L'étude sur la proportionnalité entre la propriété et le contrôle dans les États membres¹¹, publiée en 2007, a montré que les mécanismes disponibles pour renforcer/verrouiller le contrôle à l'aide du levier que constitue le droit de vote peuvent également inclure, entre autres, les actions avec

¹⁰ Directive 2001/34/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 mai 2001 concernant l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle et l'information à publier sur ces valeurs (JO L 184 du 6.7.2001, p. 1)

¹¹ https://ecgi.global/sites/default/files/study_report_en.pdf.

prime de fidélité¹², les actions sans droit de vote¹³, les actions privilégiées sans droit de vote¹⁴ et les plafonds de droits de vote¹⁵.

Néanmoins, leur mise en place étant plus rigide, la plupart de ces autres structures actionnariales limitent le montant des fonds qui peuvent être levés au stade de l'OPI et au moyen d'émissions subséquentes. En outre, les actions avec prime de fidélité sont un mécanisme de contrôle renforcé qui est spécifiquement conçu pour favoriser la participation à long terme des investisseurs et conduire à un actionnariat plus stable et axé sur le long terme plutôt que pour accroître l'attractivité de la collecte de fonds auprès du public. Étant donné que les actions avec prime de fidélité sont généralement associées à moins de droits de vote supplémentaires que les actions à votes multiples pour les actionnaires majoritaires et qu'elles sont généralement subordonnées à une durée de détention avant que les droits de vote privilégiés ne puissent être exercés, elles sont considérées comme moins attrayantes par les fondateurs et les entreprises familiales. Cela est corroboré par des éléments empiriques qui ont démontré que l'introduction d'actions avec prime de fidélité dans certains États membres n'a pas augmenté le nombre d'entreprises qui accèdent aux marchés boursiers. En revanche, les actions à votes multiples permettraient aux fondateurs de conserver le contrôle, tout en vendant une plus grande partie de leur investissement dans la société, grâce à une plus grande dissociation entre les intérêts économiques et les droits de vote.

L'introduction de structures avec actions à votes multiples dans une société a pour conséquence que les autres actionnaires (investisseurs) disposent d'un pouvoir de décision moindre par rapport à leurs investissements économiques. Cette diminution des droits de vote pourrait entraîner des problèmes spécifiques si elle n'était pas suffisamment encadrée. Ces problèmes pourraient consister, par exemple, en un gel des positions des actionnaires¹⁶, en une canalisation des actifs de la société et, de manière générale, en l'obtention d'avantages particuliers par l'actionnaire majoritaire, par exemple au moyen de transactions avec des parties liées. En outre, l'effet diluant des actions à votes multiples peut entraîner le blocage par les actionnaires majoritaires de certaines résolutions, y compris celles visant des objectifs de durabilité, favorisant ainsi les intérêts de l'actionnaire majoritaire plutôt que le développement durable à long terme de l'entreprise. Toutefois, ces problèmes potentiels peuvent être résolus par la mise en place de garanties visant à protéger les actionnaires minoritaires et les intérêts de l'entreprise, telles qu'un ratio de vote maximal, des clauses de caducité et une limitation de l'utilisation des actions à votes multiples dans certains cas, par exemple en ce qui concerne les questions de durabilité.

¹² Les actions avec prime de fidélité sont des actions qui confèrent un droit de vote privilégié aux actionnaires qui les détiennent depuis une durée déterminée. Généralement, les titulaires d'actions avec prime de fidélité obtiennent deux voix par action, au lieu d'une voix, s'ils détiennent leurs actions depuis deux ans ou plus.

¹³ Les actions sans droit de vote sont des actions sans droit de vote qui ne sont pas assorties de droits de liquidités spéciaux (tels qu'un dividende préférentiel) pour compenser l'absence de droits de vote.

¹⁴ Les actions privilégiées sans droit de vote sont des actions sans droit de vote assorties d'un droit de liquidités spécial pour compenser l'absence de droits de vote [tel qu'un dividende préférentiel (supérieur ou garanti)].

¹⁵ Un plafond de droits de vote est une limitation interdisant aux actionnaires de voter au-delà d'un certain seuil, quel que soit le nombre d'actions avec droit de vote qu'ils détiennent. Les plafonds de droits de vote peuvent être exprimés en pourcentage de l'ensemble des droits de vote en circulation (par exemple lorsqu'aucun actionnaire ne peut voter pour plus de trois pour cent du capital social enregistré de la société) ou en pourcentage de l'ensemble des votes exprimés lors d'une assemblée générale (courant dans les États membres).

¹⁶ Le gel des positions des actionnaires est une situation dans laquelle les actionnaires majoritaires exercent un contrôle permanent et peuvent donc prendre des décisions pour leur profit particulier sans tenir compte des intérêts de la société et des autres actionnaires tandis que les autres actionnaires ne peuvent contester efficacement ces décisions.

Il existe actuellement une fragmentation juridique au sein de l'UE en ce qui concerne les structures avec actions à votes multiples, ce qui entraîne une inégalité des chances pour les entreprises de l'UE lorsqu'elles décident de s'introduire en bourse. Certains États membres, comme la Suède ou le Danemark, ont autorisé les actions à votes multiples depuis presque le début de leur marché des capitaux. En Suède, le pourcentage de sociétés cotées ayant ces structures actionnariales est toujours resté supérieur à 40 % et, en Finlande et au Danemark, elles représentent la majorité des sociétés cotées en bourse en termes de capitalisation boursière. En revanche, d'autres États membres ont interdit les actions à votes multiples. Dans certains cas, l'interdiction est limitée aux entreprises de type société anonyme, par exemple en Allemagne et en Belgique, tandis que, dans d'autres, elle s'applique à toutes les entreprises, par exemple en Autriche et en Croatie.

Les différences existant entre les régimes nationaux en matière de structures avec actions à votes multiples créent des conditions de concurrence inégales pour les entreprises dans les différents États membres. Les entrepreneurs et les entreprises des États membres qui interdisent les structures avec actions à votes multiples sont désavantagés par rapport aux entreprises des États membres qui les autorisent. Les entrepreneurs et les entreprises qui cherchent à mettre en place des structures avec actions à votes multiples et à bénéficier de la souplesse qu'elles procurent sont confrontés au choix de renoncer à la cotation ou de déménager dans un autre État membre (ou dans un pays tiers), ce qui limite leur choix de financement et augmente leur coût du capital. Cela concerne en particulier les PME et les jeunes pousses en phase de démarrage qui ne disposent pas de ressources suffisantes pour couvrir les coûts supplémentaires liés à l'introduction en bourse dans un autre État membre ou dans un pays tiers.

La présente proposition vise à parvenir à une harmonisation minimale des législations nationales relatives aux structures avec actions à votes multiples des sociétés cotées sur les marchés de croissance des PME, tout en laissant une latitude suffisante aux États membres pour sa mise en œuvre. Alors que les marchés réglementés sont généralement plus adaptés aux grandes entreprises et aux entreprises déjà en phase de développement avancé, les marchés de croissance des PME ont été largement conçus pour la cotation de petites entreprises, le traitement réglementaire des marchés de croissance des PME tenant compte des particularités des PME. Néanmoins, toutes les entreprises dont les titres sont cotés sur les marchés de croissance des PME ne sont pas des PME. Les entreprises autres que les PME ont généralement des titres plus liquides et leur inclusion permet donc aux marchés de croissance des PME d'obtenir des frais de négociation plus élevés pour maintenir la rentabilité de leur modèle d'entreprise. Néanmoins, dans un souci de clarté pour les investisseurs, tous les émetteurs sur les marchés de croissance des PME, quelle que soit leur taille, sont actuellement soumis aux mêmes règles. Conformément à cette approche, la présente proposition introduit la possibilité d'adopter des structures avec actions à votes multiples pour toutes les entreprises qui demandent l'admission à la négociation de leurs actions sur un marché de croissance des PME pour la première fois.

La présente proposition prévoit des garanties pour assurer la protection des actionnaires minoritaires et des intérêts de la société. Ces garanties imposent à tous les États membres de veiller à ce que toute décision d'adopter une structure avec actions à votes multiples ou de modifier cette structure en cas d'incidence sur les droits de vote soit prise à une majorité qualifiée lors de l'assemblée générale des actionnaires. Les garanties énoncées dans la présente proposition introduisent également une limitation de l'impact du poids des votes des actions à votes multiples en prévoyant des restrictions à la configuration de la structure avec actions à votes multiples ou à l'exercice des droits de vote attachés à des actions à votes multiples pour l'adoption de certaines décisions. Ces garanties visent à protéger les intérêts

des actionnaires minoritaires et les intérêts de la société, tout en laissant une latitude suffisante aux actionnaires majoritaires afin de ne pas décourager le recours à des structures avec actions à votes multiples. En outre, ces garanties sont largement alignées sur celles qui existent déjà dans les systèmes juridiques des États membres dotés de régimes de structures avec actions à votes multiples qui fonctionnent bien. Par conséquent, ces États membres auraient à procéder à des adaptations minimales de leur système juridique actuel.

- **Cohérence avec les dispositions existantes dans le domaine d'action**

Actuellement, les structures avec actions à votes multiples sont exclusivement réglementées au niveau national.

La directive proposée est conforme aux objectifs de la législation existante de l'UE établissant des exigences pour les sociétés cotées et coordonnant les dispositions nationales en matière de droit des sociétés. Il s'agit notamment de la directive sur le droit des sociétés¹⁷, qui vise à assurer une protection minimale équivalente tant pour les actionnaires que pour les créanciers. Cette directive harmonise les dispositions nationales relatives à certains aspects du droit des sociétés, tels que la création de sociétés anonymes, les exigences en matière de capital social et les distributions aux actionnaires. Le champ d'application de la directive proposée ne fait pas double emploi avec celui de la directive sur le droit des sociétés, qui ne réglemente pas les structures actionnariales des sociétés (y compris les structures avec actions à votes multiples). Cette question est en revanche traitée dans la présente proposition.

En outre, en exigeant des États membres qu'ils mettent en place des dispositions visant à sauvegarder les intérêts de l'entreprise et des actionnaires minoritaires, la proposition est cohérente avec l'objectif stratégique poursuivi par la directive (UE) 2017/828¹⁸, notamment en ce qui concerne la promotion du développement durable à long terme des entreprises et la protection des intérêts de l'entreprise et de ses actionnaires minoritaires dans le cas des opérations avec des parties liées, malgré la différence de champ d'application des deux textes (la directive concerne les droits des actionnaires dans les sociétés admises à la négociation sur des marchés réglementés, alors que la présente proposition concerne les droits des actionnaires dans les entreprises admises à la négociation sur les marchés de croissance des PME).

La proposition de directive ne fait pas non plus double emploi avec la directive sur les offres publiques d'acquisition, qui établit des règles applicables aux sociétés cotées lorsque ces sociétés font l'objet d'offres publiques d'acquisition, afin de sauvegarder les intérêts des actionnaires. Il est important de noter que la directive sur les offres publiques d'acquisition¹⁹ ne s'applique qu'aux entreprises admises à la négociation sur un marché réglementé et non aux entreprises admises à la négociation sur un marché de croissance des PME, lesquelles relèvent du champ d'application de la présente proposition. Néanmoins, les dispositions de la présente proposition en matière de transparence poursuivent des objectifs similaires à ceux de la directive sur les offres publiques d'acquisition, en mettant l'accent sur la structure du capital social, la structure de l'actionnariat ainsi que sur les droits et obligations attachés aux titres de la société.

¹⁷ Directive (UE) 2017/1132 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 relative à certains aspects du droit des sociétés (texte codifié) (JO L 169 du 30.6.2017, p. 46).

¹⁸ Directive (UE) 2017/828 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires (JO L 132 du 20.5.2017, p. 1).

¹⁹ Directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition (JO L 142 du 30.4.2004 p. 12).

Enfin, la directive proposée est conforme aux dispositions de la directive MiFID II régissant les marchés de croissance des PME.

- **Cohérence avec les autres politiques de l'Union**

La proposition est pleinement conforme à l'objectif principal de l'UMC, qui est de rendre le financement plus accessible aux entreprises de l'UE et en particulier aux PME. Elle est cohérente avec un certain nombre de mesures législatives et non législatives prises par la Commission dans le cadre du plan d'action pour l'UMC de 2015²⁰, de l'examen à mi-parcours, en 2017, du plan d'action pour l'UMC²¹ et du plan d'action pour l'UMC de 2020.

Afin de soutenir l'emploi et la croissance dans l'UE, faciliter l'accès au financement pour les entreprises, en particulier les PME, a été un objectif clé de l'UMC dès le départ. Depuis la publication du plan d'action pour l'UMC en 2015, certaines mesures ciblées ont été prises pour développer des sources de financement adéquates pour les PME à tous les stades de leur développement. Dans son examen à mi-parcours du plan d'action pour l'UMC, publié en juin 2017, la Commission a choisi de relever son niveau d'ambition et de mettre davantage l'accent sur l'accès des PME aux marchés boursiers. En mai 2018, la Commission a publié une proposition visant à promouvoir le recours aux marchés de croissance des PME²² en réduisant la charge administrative et les coûts de mise en conformité élevés auxquels sont confrontés les émetteurs des marchés de croissance des PME, tout en garantissant un niveau élevé d'intégrité des marchés et de protection des investisseurs, en favorisant la liquidité des actions des PME cotées en bourse afin de rendre ces marchés plus attrayants pour les investisseurs, les émetteurs et les intermédiaires et en facilitant l'enregistrement des MTF comme marchés de croissance des PME. La proposition visant à promouvoir le recours aux marchés de croissance des PME a été adoptée en novembre 2019.

En outre, à la suite de la crise de la COVID-19, la Commission a publié le train de mesures de relance par les marchés des capitaux, qui comprenait des modifications ciblées des marchés des capitaux et de la réglementation bancaire, dans le but global de permettre aux marchés des capitaux d'aider plus facilement les entreprises de l'UE à surmonter la crise de la COVID-19. Les modifications proposées des règles du marché des capitaux visaient en particulier à alléger la charge réglementaire et la complexité pour les entreprises d'investissement et les émetteurs.

La présente proposition fait suite au plan d'action pour l'UMC de 2020 et à son objectif de rendre le financement plus accessible aux entreprises de l'UE (action n° 2 «soutenir l'accès aux marchés boursiers»). La proposition vise à alléger les exigences réglementaires susceptibles de dissuader une entreprise de s'introduire sur un marché ou de rester cotée. D'autres facteurs susceptibles de dissuader les émetteurs de s'introduire en bourse, tels qu'une base d'investisseurs étroite et un traitement fiscal plus favorable de l'endettement par rapport aux actions, sont traités dans le cadre d'autres initiatives en cours et à venir relatives à l'UMC qui complètent les modifications envisagées dans la présente proposition et devraient être analysées en liaison avec la présente initiative. Ces initiatives portent, par exemple, sur: i) la

²⁰ Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions intitulée «Un plan d'action pour la mise en place d'une union des marchés des capitaux» [COM(2015) 468 final].

²¹ Communication de la Commission sur l'examen à mi-parcours du plan d'action concernant l'union des marchés des capitaux [SWD(2017) 224 final et SWD(2017) 225 final — 8 juin 2017], https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/communication-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf

²² Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (UE) n° 596/2014 et le règlement (UE) 2017/1129 en ce qui concerne la promotion du recours aux marchés de croissance des PME [COM(2018) 331 final].

création d'un point d'accès unique de l'UE (ESAP)²³ qui comblera le manque de données accessibles et comparables pour les investisseurs, rendant ainsi les entreprises plus visibles pour les investisseurs; ii) la centralisation des informations relatives à la négociation dans l'UE dans un système consolidé de publication²⁴ afin de rendre le paysage de la négociation et la formation des prix sur les marchés boursiers plus efficaces; iii) l'introduction d'un mécanisme de réduction de la distorsion fiscale en faveur de l'endettement (DEBRA)²⁵ afin de rendre le financement sur fonds propres plus attrayant (et moins coûteux) pour les entreprises.

En outre, une série d'initiatives de la Commission renforceront encore la base d'investisseurs pour les actions cotées. Le fonds de soutien aux OPI des PME de l'UE jouera le rôle d'investisseur de référence pour attirer davantage d'investissements privés vers les actions cotées de PME en établissant des partenariats avec des investisseurs institutionnels et en investissant dans des fonds axés sur les PME émettrices. Les réexamens du règlement sur les exigences de fonds propres et de Solvabilité II renforceront la base d'investisseurs pour les émetteurs en facilitant les investissements des banques et des compagnies d'assurance dans des fonds propres (à long terme) de sociétés cotées.

Cette proposition est également conforme au nouveau programme européen d'innovation²⁶ publié en 2022, car elle rendrait les marchés des capitaux plus attrayants pour les créateurs d'entreprises, sans qu'il soit nécessaire de céder le contrôle lors de l'introduction sur les marchés boursiers.

La proposition tient compte des éléments qui sous-tendent l'avis de la plate-forme «Prêts pour l'avenir» sur la facilitation de l'accès des PME aux capitaux et, en particulier, sur la simplification des procédures d'admission à la négociation de valeurs mobilières des PME et d'autres obligations liées à la cotation.

Étant donné que cette proposition permettra à un plus grand nombre de PME d'accéder à des financements de plus en plus diversifiés grâce à la cotation sur les marchés de croissance des PME, sur la base de la structure de gouvernance d'entreprise la plus appropriée, elle sera également conforme à l'objectif du train de mesures de soutien aux PME annoncé par la présidente von der Leyen dans le discours sur l'état de l'Union de septembre 2022.

Enfin, les dispositions de la proposition relatives aux garanties tiennent également compte de la protection des intérêts de l'entreprise contre les décisions présentant des risques de conséquences néfastes pour les droits de l'homme, le changement climatique et l'environnement ou se traduisant par de telles conséquences. La proposition est donc conforme à l'objectif politique de la Commission en matière de gouvernance d'entreprise consistant à encourager un comportement durable et responsable des entreprises, et donc à la proposition de directive de la Commission sur le devoir de vigilance des entreprises en

²³ Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil établissant un point d'accès unique européen fournissant un accès centralisé aux informations publiées utiles pour les services financiers, les marchés des capitaux et la durabilité (COM(2021) 723 final).

²⁴ Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (UE) n° 600/2014 en vue de renforcer la transparence des données de marché, de lever les obstacles à la mise en place d'un système consolidé de publication, d'optimiser les obligations de négociation et d'interdire la réception de paiements pour la transmission des ordres de clients (COM(2021) 727 final).

²⁵ Proposition de directive du Conseil établissant des règles relatives à un abattement pour la réduction de la distorsion fiscale en faveur de l'endettement et à la limitation de la déductibilité des intérêts aux fins de l'impôt sur les sociétés (COM(2022) 216 final).

²⁶ Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions intitulée «Un nouveau programme européen d'innovation» (COM(2022) 332 final).

matière de durabilité²⁷, qui vise à ancrer les considérations relatives aux droits de l'homme et à l'environnement dans les systèmes de gouvernance des entreprises.

2. BASE JURIDIQUE, SUBSIDIARITÉ ET PROPORTIONNALITÉ

• Base juridique

La proposition est fondée sur les articles 114 et 50 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE).

L'article 114 permet l'adoption de mesures relatives au rapprochement des dispositions législatives, réglementaires et administratives des États membres qui ont pour objet l'établissement et le fonctionnement du marché intérieur. Le recours à cet article est possible lorsque les disparités entre les réglementations nationales sont de nature à entraver les libertés fondamentales ou à créer des distorsions de concurrence, et à avoir ainsi une incidence directe sur le fonctionnement du marché intérieur. L'objectif de la directive proposée est de supprimer des obstacles à l'exercice de libertés fondamentales telles que la libre circulation des capitaux et la liberté d'établissement. Ces obstacles résultent des différences entre les droits des sociétés nationaux au sein de l'UE, dans la mesure où certains États membres empêchent leurs entreprises d'accéder aux marchés boursiers par l'intermédiaire de structures avec actions à votes multiples. Cela restreint leur accès aux capitaux et entrave la mise en place d'un marché unique des capitaux dans l'UE.

L'article 50, paragraphe 1, du TFUE et, en particulier, l'article 50, paragraphe 2, point g), du TFUE confèrent à l'Union européenne le pouvoir d'agir pour réaliser la liberté d'établissement dans une activité déterminée, notamment «en coordonnant, dans la mesure nécessaire et en vue de les rendre équivalentes, les garanties qui sont exigées, dans les États membres, des sociétés au sens de l'article 54, deuxième alinéa, pour protéger les intérêts tant des associés que des tiers». La directive proposée vise à mettre en place des mesures de coordination concernant la protection des intérêts des actionnaires des sociétés et des autres parties intéressées afin de réduire les disparités entre les règles nationales et de réduire les obstacles à la liberté d'établissement.

• Subsidiarité (en cas de compétence non exclusive)

En application de l'article 4 du TFUE, les actions menées par l'Union en vue de la réalisation du marché intérieur doivent être appréciées au regard du principe de subsidiarité énoncé à l'article 5, paragraphe 3, du traité sur l'Union européenne (TUE). Conformément au principe de subsidiarité, une action ne devrait être entreprise au niveau de l'Union que si les objectifs de l'action envisagée ne peuvent pas être atteints de manière suffisante par les seuls États membres, rendant ainsi nécessaire une intervention au niveau de l'Union. En ce qui concerne les actions à votes multiples, si des mesures ne sont pas prises au niveau de l'UE, il est peu probable que les États membres qui n'autorisent pas actuellement ces structures actionnariales modifient leurs règles de manière unilatérale et sans incitation extérieure dans un avenir proche. Cela est dû en grande partie à des raisons historiques, à l'opposition des parties intéressées dans ces pays et au fait qu'une modification du droit des sociétés, qui s'est constitué au fil des siècles, est souvent difficile. Tout retard dans la mise en place de ces structures dans l'ensemble de l'UE risquerait de continuer à priver les petites entreprises de possibilités de financement dans les États membres qui interdisent les actions à votes multiples. Enfin, même si les États membres décidaient de prendre des mesures, les approches

²⁷ Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil sur le devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité et modifiant la directive (UE) 2019/1937 (COM(2022) 71 final).

pourraient différer considérablement, ce qui pourrait entraîner un accroissement de la fragmentation.

- **Proportionnalité**

L'objectif de la directive proposée est de contribuer au bon fonctionnement du marché unique et de supprimer les obstacles à l'exercice de libertés fondamentales telles que la libre circulation des capitaux et la liberté d'établissement. Ces obstacles sont dus aux différences entre les régimes nationaux du droit des sociétés en ce qui concerne les structures actionnariales et, en particulier, la possibilité pour une société d'adopter une structure avec actions à votes multiples. Pour atteindre cet objectif, la proposition ne fixe que des exigences minimales d'harmonisation et uniquement en ce qui concerne le principe de droit fondamental relatif à l'autorisation de structures avec actions à votes multiples, en y ajoutant les garanties minimales nécessaires pour protéger les intérêts des actionnaires minoritaires et ceux de l'entreprise. Son champ d'application se limite en outre aux marchés de croissance des PME, en particulier pour couvrir les PME qui bénéficieraient le plus d'une telle mesure.

La directive proposée laisse aux États membres une latitude suffisante pour encadrer les dispositions de la proposition au sein du régime juridique national. À cet effet, elle complète les règles par des mesures supplémentaires, notamment des garanties pour les actionnaires et les intérêts de l'entreprise, sous réserve qu'elles soient conformes aux objectifs de la présente directive, ou autorise la création de structures avec actions à votes multiples dans des situations ne relevant pas du champ d'application de la présente proposition. Par conséquent, conformément au principe de subsidiarité énoncé à l'article 5 du TUE, la directive proposée ne va pas au-delà de ce qui est nécessaire pour atteindre ses objectifs.

- **Choix de l'instrument**

Le meilleur moyen de réaliser l'intégration du marché unique de l'UE dans le domaine du droit des sociétés, en particulier en ce qui concerne les structures actionnariales, est de rapprocher les législations par une harmonisation au moyen d'une directive. Le recours à une directive respecte les différentes cultures juridiques et les différents droits des sociétés des États membres et offre une latitude suffisante dans le processus de transposition afin de mettre en œuvre des normes minimales communes d'une manière compatible avec ces différents droits des sociétés.

Une recommandation ne permettrait pas d'atteindre l'objectif de rapprochement souhaité dans ce domaine d'action où de grandes différences entre les législations contraignantes des États membres ont été constatées. En outre, le rapprochement au moyen d'un règlement ne laisserait pas une latitude suffisante aux États membres pour s'adapter aux conditions locales et maintenir la cohérence des règles de l'UE avec l'ensemble du droit des sociétés national.

3. RÉSULTATS DES ÉVALUATIONS EX POST, DES CONSULTATIONS DES PARTIES INTÉRESSÉES ET DES ANALYSES D'IMPACT

- **Évaluations ex post/bilans de qualité de la législation existante**

Sans objet.

- **Consultation des parties intéressées**

Ces dernières années, les évaluations continues de la Commission se sont concentrées sur l'accès des entreprises, en particulier des PME, aux marchés boursiers. Les questions relatives aux contraintes réglementaires pesant sur les entreprises lors de l'accès aux marchés boursiers ont été soulevées dans le cadre du forum de haut niveau sur l'UMC, du TESG et du plan d'action pour l'UMC de 2020. La Commission a également tenu compte des recherches

approfondies menées sur le sujet dans l'étude Oxera²⁸. Afin d'obtenir de nouvelles informations sur ces questions, un appel à contributions ainsi qu'une consultation publique et une consultation ciblée sur la législation sur l'admission à la cote ont été lancés en novembre 2021. Les consultations ont été ouvertes pendant 14 semaines (entre le 19 novembre 2021 et le 25 février 2022).

La Commission a également organisé deux réunions/ateliers techniques avec les parties intéressées du secteur en avril 2022 afin d'affiner encore les options envisagées.

En outre, la Commission a présenté les objectifs de la proposition au groupe d'experts du comité européen des valeurs mobilières le 15 octobre 2021, le 17 mai 2022 et le 30 mai 2022.

Une réunion a également été organisée avec les coordonnateurs de la commission des affaires économiques et monétaires (ECON) du Parlement européen pour présenter les objectifs de la proposition le 17 mai 2022.

Enfin, une réunion avec le groupe d'experts en droit des sociétés a été organisée le 12 septembre 2022.

Consultations publique et ciblée

Dans le cadre des consultations publique et ciblée, les répondants ont souligné que l'une des principales raisons de la vague d'émetteurs de haute technologie à forte croissance qui choisissent de s'introduire en bourse dans des pays tiers (tels que les États-Unis ou le Royaume-Uni) était la souplesse que ces pays offrent aux émetteurs d'actions à votes multiples²⁹. De même, certains répondants³⁰ ont relevé qu'un certain nombre d'entreprises de l'UE avaient récemment transféré leur siège social de pays disposant de possibilités limitées d'émettre des actions à votes multiples (par exemple d'Italie, d'Allemagne et d'Espagne) vers les Pays-Bas, pays qui ont adopté une approche permissive et souple des structures avec actions à votes multiples³¹. Enfin, 64 % des répondants ont estimé qu'il serait utile de prévoir dans le droit de l'Union que les émetteurs de toute l'UE puissent obtenir leur admission à la cote sur une plate-forme de négociation de l'UE sur la base de la structure avec actions à votes multiples.

La majorité des répondants pour cette consultation (83 %)³² considèrent que, lorsqu'elle est autorisée, l'utilisation d'actions à votes multiples a effectivement encouragé un plus grand nombre d'entreprises à demander l'admission à la cote sur les marchés boursiers. La plupart des répondants, interrogés sur l'incidence que les actions à votes multiples ont sur l'attractivité d'une entreprise pour les investisseurs (principalement les émetteurs et les bourses de valeurs), jugent cette incidence positive ou neutre³³. Ces répondants font observer que les actions à votes multiples ne diminuent pas l'appétit des investisseurs, à condition que certaines garanties soient en place, et soulignent que la transparence est essentielle pour

²⁸ Oxera Consulting LPP, *Primary and secondary equity markets in EU*, rapport final, novembre 2020, Oxera-study-Primate-and Secondary Markets-in the EU-Final-Report-EN-1.pdf

²⁹ Parmi les parties intéressées soutenant cette position figurent des banques d'investissement, des associations de marchés de valeurs mobilières, des représentants de ministères des finances et des associations de capital-investissement.

³⁰ Cela a été mentionné par deux parties intéressées des Pays-Bas.

³¹ Jusqu'à présent, quelques entreprises ont déménagé aux Pays-Bas pour s'y introduire en bourse en raison de l'attrait du système d'actions à votes multiples. Toutefois, il n'existe pas de données disponibles pour corroborer cette affirmation.

³² Soit 34 répondants sur 41.

³³ 22 % (soit 9 répondants) se sont prononcés pour un résultat positif ou légèrement positif, 29 % (soit 12 répondants) pour un résultat neutre, tandis que 36 % des répondants (soit 15 répondants, principalement des investisseurs et des autorités nationales compétentes) se sont prononcés pour un résultat négatif ou légèrement négatif.

garantir que les investisseurs puissent prendre des décisions d'investissement en toute connaissance de cause.

Les répondants ayant une appréciation négative concernant l'attractivité (dont deux autorités nationales compétentes et certaines associations d'investisseurs) ont exprimé des inquiétudes quant à la disparition du principe «une action — une voix». L'un des répondants a fait observer, en particulier, que les structures avec actions à votes multiples pouvaient compromettre les mécanismes de responsabilité existant dans le droit de la gouvernance d'entreprise, tels que le pouvoir des actionnaires d'élire des administrateurs, et conduire à figer la direction de l'entreprise. Toutefois, même parmi les répondants qui ont estimé l'incidence légèrement négative ou négative, certains ont fait observer que les actions à votes multiples étaient bénéfiques dans certaines situations (en particulier pour les entreprises à forte croissance, innovantes et dirigées par leurs fondateurs qui souhaitent entrer sur les marchés). Ils soulignent que toute modification proposée devrait rechercher un juste équilibre. Cet équilibre devrait garantir une protection adéquate de la gouvernance, par exemple en limitant les décisions qui peuvent être prises avec des droits de vote supplémentaires, permettre aux entreprises dirigées par leurs fondateurs de lever des fonds sur le marché boursier et maintenir la vision à long terme du fondateur pour l'entreprise.

Les répondants ont donc souligné que toute mesure de souplesse concernant les structures avec actions à votes multiples devrait être conçue de manière à sauvegarder les normes de gouvernance (éventuellement au moyen de clauses de caducité, de dispositions relatives à la non-transférabilité, d'une annulation/conversion automatique à la sortie, etc.).

Recommandations du groupe d'experts

Le forum de haut niveau sur l'UMC a recommandé que les entreprises aient le choix d'opter pour une structure avec actions à votes multiples lorsqu'elles s'introduisent en bourse. Le groupe d'experts a estimé que de telles structures aideraient les entreprises à éviter d'être reprises par de grandes entreprises, inciteraient leurs propriétaires à maintenir la croissance et favoriseraient des perspectives à long terme pour l'entreprise tout en préservant le caractère attrayant de la cotation comme possibilité de financement. Il a toutefois souligné que cela devait être mis en balance avec le fait que cela empêche les autres actionnaires d'exercer leurs responsabilités en matière de gestion et de gouvernance.

Le TESG soutient pleinement cette recommandation, faisant valoir qu'il devrait incomber aux émetteurs de décider s'il y a lieu ou non d'inclure une clause de caducité ou un ratio maximal du poids des actions à votes multiples.

Réunions des parties intéressées

Les deux ateliers techniques avec les parties intéressées organisés par la Commission n'ont pas apporté une contribution significative sur le thème des actions à votes multiples. Certaines parties intéressées (bourses de valeurs) ont clairement soutenu l'harmonisation au niveau de l'UE, car elle rendrait l'admission à la cote plus attrayante. En revanche, d'autres parties intéressées (investisseurs) ont estimé qu'une telle harmonisation n'était pas nécessaire, tout en faisant observer que, si une telle approche était envisagée, il serait important qu'il y ait des garanties appropriées.

Réunions avec le groupe d'experts du comité européen des valeurs mobilières La Commission a présenté les démarches possibles en ce qui concerne la législation sur l'admission à la cote dans le cadre du projet pour l'UMC. Les délégations participant au débat ont largement soutenu l'objectif de la Commission d'améliorer l'attractivité des marchés boursiers de l'UE, tout en garantissant la protection des investisseurs et l'intégrité des marchés. Plus précisément, 13 États membres qui ont pris la parole se sont montrés disposés à

envisager une harmonisation minimale des dispositions relatives aux actions à votes multiples dans le droit de l'Union.

Réunion avec les coordonnateurs de la commission ECON au Parlement européen

Les députés au Parlement européen coordonnateurs qui ont participé à la discussion se félicitent de la démarche proposée par la Commission en ce qui concerne la législation sur l'admission à la cote, reconnaissant le problème qui se pose pour les marchés boursiers de l'Union. Ils ont souligné que la Commission devait trouver un juste équilibre pour garantir que toutes les entreprises, en particulier les PME, puissent accéder aux marchés boursiers pour obtenir des financements, tout en garantissant une protection adéquate des investisseurs.

Réunion avec le groupe d'experts en droit des sociétés

Une réunion du groupe d'experts en droit des sociétés a eu lieu pour procéder à un échange de vues sur les structures nationales avec actions à votes multiples existant dans certains États membres. Plusieurs États membres ont pris la parole pour étayer davantage leurs réponses à l'enquête de la Commission (juillet-août 2022).

• Obtention et utilisation d'expertise

La Commission a collecté une quantité importante de données directement auprès des bourses de valeurs, des émetteurs et des associations de PME. En outre, le TESG (en fonction entre octobre 2020 et mai 2021) a fourni des éléments concrets ainsi que des données émanant du marché. En outre, la Commission a commandé à Oxera, en novembre 2020, une étude sur les marchés d'actions primaires et secondaires dans l'UE qui a fourni une vue d'ensemble très détaillée du marché³⁴, également étayée par des données.

Auparavant, la Commission avait commandé une étude sur la proportionnalité entre la propriété et le contrôle des sociétés cotées dans l'UE, qui s'était conclue par le *rapport sur le principe de proportionnalité dans l'UE* (publié en 2007)³⁵. Les conclusions de ce rapport ont été récemment confirmées par une autre étude sur la protection des actionnaires minoritaires, demandée par la Commission et publiée en 2018.

Une analyse d'impact a été réalisée sur la base de nombreuses données qualitatives et quantitatives tirées des consultations publiques et ciblées concernant la législation sur l'admission à la cote: rendre les marchés des capitaux plus attractifs pour les entreprises de l'UE et faciliter l'accès des PME aux capitaux.

Parmi les autres sources utilisées figurait un examen approfondi de la littérature universitaire et de la recherche, notamment à travers l'examen du droit des pays qui disposent déjà d'actions à votes multiples ou qui ont récemment adopté une législation les autorisant. De

³⁴ L'étude sur les marchés d'actions primaires et secondaires dans l'UE (*Study on Primary and Secondary Equity Markets in the EU*) a recommandé aux régulateurs d'assouplir les restrictions imposées en ce qui concerne les mécanismes de consolidation du contrôle (tels que les actions à votes multiples) afin d'encourager les entreprises à s'introduire en bourse sans que leurs propriétaires soient contraints de céder le contrôle de leurs entreprises.

³⁵ L'étude sur la proportionnalité entre la propriété et le contrôle dans les États membres a conclu qu'aucun pays de l'Union au sein de l'échantillon analysé n'avait opté pour une application intégrale du principe «une action, une voix». Même les États membres qui avaient, dans une certaine mesure, adopté officiellement le principe «une action, une voix» ont autorisé divers mécanismes de consolidation du contrôle, tels que des plafonds de droit de vote ou des actions privilégiées sans droit de vote. Ces conclusions ont ensuite été confirmées dans une étude de 2018 sur la protection des actionnaires minoritaires. Cette étude contient une section sur l'application du principe «une action, une voix» dans les États membres dont la conclusion est que les cadres juridiques nationaux des États membres ne considèrent pas ce principe comme un principe fondamental.

nombreuses contributions supplémentaires ont également été apportées par diverses associations d'entreprises.

- **Analyse d'impact**

La présente proposition est accompagnée d'une analyse d'impact qui a été présentée le 10 juin 2022 au comité d'examen de la réglementation. Elle a été approuvée par le comité, avec réserves, le 8 juillet 2022.

Le comité a demandé une modification du projet d'analyse d'impact pour clarifier les points suivants: i) l'articulation et la cohérence de l'initiative relative à la législation sur l'admission à la cote avec d'autres initiatives connexes concernant les marchés des capitaux; ii) les risques et les limites de l'analyse et la prise en considération des conséquences involontaires; et iii) les différents avis exprimés par les différentes catégories de parties intéressées sur la définition du problème, les options et leur incidence. Les observations formulées par le comité ont été prises en compte et intégrées dans la version finale de l'analyse d'impact.

L'analyse d'impact analyse plusieurs options visant à rendre l'admission à la cote sur les marchés des capitaux de l'UE plus attrayante grâce à des obligations réglementaires rationalisées, claires et plus souples afin de réduire les coûts liés à la levée de fonds sur les marchés boursiers pour les entreprises de toutes tailles.

L'analyse d'impact décrit trois facteurs qui expliquent les problèmes liés aux trois étapes du cycle d'admission à la cote: la phase antérieure à l'OPI, la procédure d'OPI elle-même et la phase postérieure à l'OPI. Le facteur qui a été jugé pertinent pour la présente proposition de directive se rapporte à l'inégalité des chances pour les entreprises de l'UE en ce qui concerne la structure de gouvernance en cas de cotation, en raison de règles nationales différentes en matière d'actions à votes multiples.

Les modifications réglementaires présentées dans les options ne pourraient pas répondre isolément à tous les défis auxquels sont confrontés les marchés boursiers de l'UE. Toutefois, parallèlement à d'autres mesures envisagées dans le cadre d'un plan plus large visant à améliorer l'accès des entreprises aux marchés des capitaux, les modifications visent à contribuer à inverser la tendance négative actuelle sur les marchés boursiers de l'UE. À défaut de ces améliorations réglementaires, les marchés boursiers de l'UE continueraient de reposer sur un cadre réglementaire de l'admission à la cote sous-optimal, ce qui, en retour, réduirait l'attrait des marchés boursiers. Cela entraînerait un coût économique pour les émetteurs et les investisseurs de l'UE, ainsi que pour l'économie de l'UE dans son ensemble. Le scénario de base ne prévoit donc aucune modification du cadre législatif définissant les règles applicables aux entreprises qui souhaitent être cotées en bourse ou qui sont déjà cotées.

L'option privilégiée pour la phase antérieure à l'OPI prévoit une harmonisation minimale des législations nationales régissant les structures avec actions à votes multiples, tout en laissant une marge d'appréciation aux États membres quant à la manière de les encadrer. Dans le cadre de cette option, les États membres qui interdisent actuellement les structures avec actions à votes multiples devraient modifier leur législation afin d'autoriser de telles structures de gouvernance. Cette option n'imposerait aucune contrainte supplémentaire de grande ampleur aux États membres qui disposent actuellement d'un régime souple fonctionnant correctement.

Cette option serait efficace pour inciter les entreprises (établies dans des États membres qui interdisent actuellement les structures avec actions à votes multiples) à s'introduire en bourse. En veillant à ce que les entreprises puissent être admises à la négociation dans tous les États membres disposant de structures avec actions à votes multiples, l'option privilégiée permettrait aux fondateurs et aux propriétaires d'entreprises d'atténuer la perte de contrôle qui

est généralement associée à la cotation. Cela ouvrirait, en retour, de nouvelles possibilités de financement aux entreprises qui, sans cela, n'envisageraient pas d'entrer en bourse. Cela entraînerait également des économies substantielles pour les entreprises qui sont actuellement contraintes de s'introduire en bourse à l'étranger pour bénéficier de plus de souplesse. En outre, les actions à votes multiples aideraient les fondateurs (une fois que la société est cotée) à éviter les pressions à court terme sur le marché et à se concentrer sur leur vision à long terme pour l'entreprise.

Dans le cadre de l'option privilégiée, les États membres jouiraient d'une certaine latitude dans la définition de garanties et de conditions relatives aux actions à votes multiples. Toutefois, ils devraient veiller au respect de quelques principes de haut niveau et de garanties minimales établis au niveau de l'UE. Il s'agit notamment d'assurer un équilibre adéquat entre les intérêts des fondateurs et la protection des investisseurs minoritaires, ainsi que la protection des intérêts de l'entreprise. Étant donné que les États membres seraient tenus de tenir compte des intérêts des investisseurs et des intérêts de l'entreprise lors de l'introduction de ces structures actionnariales dans leurs systèmes nationaux, cette option garantirait la protection des investisseurs. En outre, les garanties et les conditions seraient adaptées aux caractéristiques particulières des marchés locaux, et les marchés qui disposent déjà de structures avec actions à votes multiples conserveraient leur souplesse.

Une autre option (qui n'est pas l'option privilégiée) prévoit une harmonisation maximale des actions à votes multiples en introduisant un ensemble détaillé de règles, notamment en ce qui concerne les garanties pour les investisseurs minoritaires et pour l'entreprise, telles que des clauses de limitation du droit de vote, des clauses de caducité, des clauses fixant une limitation du nombre de voix attachées à chaque action, qui viseraient toutes à protéger les investisseurs minoritaires et l'entreprise contre toute incidence induite de ces structures actionnariales. En outre, dans le cadre de cette option, le droit de l'Union pourrait également prescrire qui peut détenir des actions à votes multiples, dans quelles décisions les droits de vote supplémentaires sont pris en compte et à quelles conditions elles peuvent (éventuellement) être transférées à un tiers. Cette option serait assez contraignante étant donné que tous les États membres seraient tenus de mettre en œuvre le même cadre rigide, y compris les mêmes garanties, ce qui ne laisserait pas de marge de manœuvre aux États membres qui disposent déjà d'un système qui fonctionne bien.

Par conséquent, l'option privilégiée, tout en étant efficace, serait également moins coûteuse pour les parties intéressées, en particulier pour les émetteurs: les États membres qui ont déjà mis en place des régimes d'actions à votes multiples n'auraient pas à modifier leurs règles et les sociétés de ces États membres n'auraient pas à s'adapter à un nouveau régime et à supporter des coûts supplémentaires. Une option beaucoup plus contraignante (qui n'est pas l'option privilégiée) risque d'entraîner des coûts (d'ajustement) beaucoup plus élevés tant pour les États membres que pour les émetteurs dans l'ensemble de l'UE. Si, dans l'ensemble, les intérêts des investisseurs et ceux de l'entreprise peuvent être mieux sauvegardés au niveau de l'UE dans le cadre de l'option alternative, il se peut que cette option ne soit pas adaptée à certains États membres dans lesquels les investisseurs ne semblent pas être affectés négativement par les actuelles dispositions (souples) en matière d'actions à votes multiples.

La proposition devrait avoir une incidence économique directe sur l'amélioration de l'accès des entreprises de l'UE à d'autres sources de financement. Elle incitera probablement davantage les émetteurs à s'introduire sur les marchés boursiers dans les États membres où ces structures ne sont pas autorisées. Combinée à d'autres mesures de consolidation, elle pourrait donc permettre un plus grand nombre d'émissions publiques dans l'UE, contribuant ainsi, d'une manière générale, à la croissance des marchés des capitaux de l'UE.

En ce qui concerne les incidences environnementales, notamment le contrôle de l'absence de préjudice important et de la cohérence climatique, la présente proposition devrait avoir une incidence positive indirecte sur l'environnement, étant donné que les entreprises bénéficiant d'un financement sur les marchés boursiers peuvent s'engager dans le développement et l'innovation en matière de nouvelles technologies respectueuses de l'environnement. En outre, l'introduction des garanties spécifiques devrait réduire au minimum l'incidence sur l'entreprise des décisions susceptibles d'avoir des conséquences négatives sur les droits de l'homme, le climat et l'environnement. Cette proposition favoriserait également le développement de marchés des capitaux plus ouverts et plus compétitifs, bénéficiant en particulier aux entreprises à croissance rapide dans des secteurs innovants et à forte intensité de recherche qui ont tendance à avoir des besoins en capitaux plus élevés. Un meilleur accès au financement permettra à ces entreprises de grandir à un rythme plus rapide et d'allouer davantage de ressources financières aux programmes de R&D qui peuvent contribuer aux objectifs du pacte vert pour l'Europe.

La proposition peut avoir une incidence sociale positive indirecte, à condition que l'option privilégiée atteigne l'objectif consistant à contribuer à faciliter l'accès des entreprises aux marchés boursiers en leur permettant désormais de bénéficier d'une réserve plus diversifiée et plus large de sources de financement, ce qui leur permettrait de s'engager dans l'innovation sociale et d'employer davantage de personnes. Étant donné que l'initiative cible en particulier les PME (certaines mesures s'y rapportant directement), l'incidence (indirecte) sur l'emploi est susceptible d'être particulièrement importante. Aujourd'hui, les PME de l'UE emploient environ 100 millions de personnes, représentent plus de la moitié du PIB de l'UE et jouent un rôle clé dans la création de valeur dans tous les secteurs de l'économie³⁶. Il est important de noter qu'elles représentent 99,8 % des entreprises de l'UE³⁷. Dotées d'un accès plus large et mieux adapté au financement, ces entreprises seront désormais en mesure de se développer à un rythme plus rapide, ce qui aura des répercussions positives sur l'emploi dans l'ensemble de l'UE. Par conséquent, les mesures devraient, dans le cadre d'un train de mesures plus large visant à faciliter l'accès des PME au financement sur le marché des capitaux, avoir une incidence positive sur le marché du travail de l'UE et accroître la cohésion économique.

La présente proposition est susceptible d'avoir une incidence positive indirecte sur la numérisation en fournissant des sources de financement plus larges et plus diversifiées pour les projets et les entreprises à forte intensité de capital, notamment pour ceux qui sont axés sur la numérisation et l'innovation.

L'analyse d'impact conclut que le train de mesures proposé contribuera à l'objectif général de l'UMC, qui vise à faciliter l'accès des entreprises aux marchés des capitaux. Ce train de mesures aidera les entreprises cotées sur les plates-formes de négociation de l'UE en réduisant leurs charges administratives et en favorisant la liquidité. Toutefois, l'analyse d'impact souligne également que les mesures réglementaires prévues dans cette initiative n'entraîneraient pas nécessairement, à elles seules, une augmentation du nombre d'admissions à la cote dans l'UE, ces dernières dépendant de nombreux facteurs différents.

- **Réglementation affûtée et simplification**

Aucune incidence sur les coûts administratifs liée à l'approche «un ajout, un retrait» n'a été recensée, même si certains coûts d'ajustement devraient résulter de cette initiative. Des coûts d'ajustement directs minimaux pour les entreprises peuvent être occasionnés afin de garantir

³⁶ Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, COM(2020) 103 final, intitulée «Une stratégie axée sur les PME pour une Europe durable et numérique», p. 1.

³⁷ Eurostat, Chiffres clés 2018 (europa.eu).

qu'une admission à la cote est structurée conformément aux nouvelles règles et, plus particulièrement, aux garanties mises en place en matière de protection des investisseurs.

- **Droits fondamentaux**

La présente proposition respecte les libertés et droits fondamentaux reconnus par la charte des droits fondamentaux de l'Union européenne. La libre circulation des personnes, des services et la liberté d'établissement, qui font partie des droits et libertés fondamentaux protégés par le traité sur l'Union européenne et le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, sont importantes pour la présente initiative.

La proposition porte atteinte au droit au respect de la vie privée et à la protection des données à caractère personnel de certains actionnaires et personnes exerçant des droits de vote dans la société, ainsi que des détenteurs de titres ayant des droits de contrôle spéciaux. La disposition exigeant la divulgation de l'identité de ces actionnaires et personnes vise à renforcer la confiance des investisseurs et à faciliter la prise de décision éclairée en matière d'investissement, renforçant ainsi la protection des investisseurs et l'efficacité du marché. Étant donné que l'investisseur peut être n'importe quel membre du grand public, ces informations devraient être publiées. La disposition ne va pas au-delà de ce qui est nécessaire pour protéger les intérêts des investisseurs à prendre des décisions en connaissance de cause et pour garantir la confiance des investisseurs. En outre, la proposition n'exige la divulgation de données à caractère personnel qu'en ce qui concerne les actionnaires et les personnes qui disposent d'un pouvoir de décision significatif ou qui peuvent exercer d'une autre manière des droits de contrôle au sein de la société. À défaut de publication de telles informations, les investisseurs ne seraient pas en mesure de prendre des décisions d'investissement en toute connaissance de cause.

4. INCIDENCE BUDGÉTAIRE

Cette initiative ne devrait pas avoir d'incidence notable sur le budget de l'Union.

5. AUTRES ÉLÉMENTS

- **Plans de mise en œuvre et modalités de suivi, d'évaluation et d'information**

Une évaluation est prévue cinq ans après la mise en œuvre de la mesure et conformément aux lignes directrices de la Commission pour une meilleure réglementation. L'objectif de cette évaluation sera d'apprécier, entre autres, le degré d'efficacité et d'efficience de la directive pour la réalisation des objectifs poursuivis et de décider de la nécessité éventuelle de nouvelles mesures ou de modifications. Les États membres fournissent à la Commission les informations nécessaires à l'élaboration de cette évaluation.

- **Explication détaillée de certaines dispositions de la proposition**

L'article 1^{er} définit l'objet du présent règlement. L'article 1^{er}, en particulier, dispose que la présente directive ne concerne que l'adoption de structures avec actions à votes multiples par des sociétés qui souhaitent être admises à la cote pour la première fois sur un marché de croissance des PME dans un ou plusieurs États membres.

L'article 2 donne les définitions utilisées dans la présente directive, notamment «société», «structures avec actions à votes multiples», «actions à votes multiples» et «marché de croissance des PME».

L'article 3 précise que cette directive est une directive d'harmonisation minimale et que les États membres peuvent adopter ou conserver des dispositions nationales autorisant les

sociétés à adopter des structures avec actions à votes multiples dans des situations qui ne sont pas visées par la présente directive.

L'article 4 pose le principe selon lequel les États membres doivent veiller à ce que les entreprises puissent adopter des structures avec actions à votes multiples lorsqu'elles demandent pour la première fois l'admission à la négociation de leurs actions sur un marché de croissance des PME. L'article 4 garantit également que les États membres laissent aux entreprises la latitude d'adopter des structures avec actions à votes multiples avant de demander l'admission de leurs actions à la négociation. Dans de tels cas, les États membres ont la possibilité de préciser que les droits de vote privilégiés associés à des actions à votes multiples ne peuvent être utilisés qu'après l'admission à la négociation.

L'article 5 énonce l'obligation pour les États membres d'assurer un traitement juste et équitable des actionnaires et de garantir une protection adéquate des intérêts de l'entreprise et des actionnaires qui ne détiennent pas d'actions à votes multiples en introduisant des garanties appropriées. À cette fin, l'article 5 prévoit un niveau minimal d'harmonisation en ce qui concerne les garanties, en exigeant des États membres qu'ils prévoient certaines garanties énumérées dans cet article. L'article 5 énumère également les garanties supplémentaires que les États membres peuvent envisager à cette fin.

L'article 6 établit des obligations d'information pour les sociétés qui ont adopté des structures avec actions à votes multiples, qui s'appliquent tant au moment de l'admission à la négociation des actions de la société que de manière récurrente sur une base annuelle. Il s'agit notamment d'informations relatives à la structure du capital social de la société, aux caractéristiques des actions à votes multiples ainsi qu'à la présence d'autres mécanismes de consolidation du contrôle dans la société.

L'article 7 contient une disposition relative au réexamen de la présente directive.

L'article 8 contient des dispositions relatives à la transposition de la directive.

L'article 9 contient la date d'entrée en vigueur de la présente directive.

L'article 10 désigne les destinataires de la présente directive.

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

(Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE)

LE PARLEMENT EUROPÉEN ET LE CONSEIL DE L'UNION EUROPÉENNE,

vu le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, et notamment son article 50, paragraphe 1, son article 50, paragraphe 2, point g), et son article 114,

vu la proposition de la Commission européenne,

après transmission du projet d'acte législatif aux parlements nationaux,

vu l'avis du Comité économique et social européen³⁸,

statuant conformément à la procédure législative ordinaire,

considérant ce qui suit:

- 1) Afin de renforcer l'attrait des marchés de croissance des PME et de réduire les inégalités pour les sociétés qui souhaitent être admises à la négociation au sein du marché unique, il est nécessaire de lever les entraves à l'accès à ces marchés qui découlent d'obstacles réglementaires. Les entreprises devraient pouvoir choisir les structures de gouvernance qui conviennent le mieux à leur phase de développement, notamment en permettant à leurs actionnaires majoritaires de conserver le contrôle de l'activité après avoir accédé aux marchés de croissance des PME, tout en bénéficiant des avantages liés à la négociation sur ces marchés, pour autant que les droits des actionnaires minoritaires continuent d'être sauvegardés.
- 2) La crainte de perdre le contrôle d'une société constitue l'un des principaux facteurs susceptibles de dissuader les actionnaires majoritaires d'accéder aux marchés de croissance des PME. L'admission à la négociation entraîne généralement une dilution de la propriété pour les actionnaires majoritaires, ce qui réduit leur influence sur les décisions importantes d'investissement et d'exploitation de la société. Le maintien du contrôle de la société peut notamment être important pour les jeunes pousses et les sociétés dont les projets à long terme nécessitent des coûts initiaux importants, car elles peuvent souhaiter mettre en œuvre leur vision sans être trop exposées aux fluctuations du marché.
- 3) Les structures avec actions à votes multiples sont un mécanisme efficace permettant aux actionnaires majoritaires de conserver le pouvoir de décision dans une société, tout en levant des fonds auprès du public. Les structures avec actions à votes multiples sont une forme de mécanisme de consolidation du contrôle impliquant au moins deux catégories distinctes d'actions dotées d'un nombre différent de droits de vote. Dans

³⁸ JO C [...], [...], p. [...].

ces structures, au moins une des catégories d'actions a une valeur de vote inférieure à celle d'une ou de plusieurs autres catégories d'actions avec droits de vote. L'action qui confère le plus grand nombre de voix est une action à votes multiples.

- 4) Il existe, en dehors des structures avec actions à votes multiples, d'autres mécanismes de consolidation du contrôle qui permettent d'utiliser le levier des droits de vote. Ces mécanismes peuvent inclure des actions sans droit de vote, des actions privilégiées sans droit de vote et des plafonds de droits de vote. Toutefois, ces autres mécanismes de consolidation du contrôle étant d'une mise en place plus rigide, ils sont susceptibles de limiter le montant des capitaux qu'une société peut lever au moment de son admission à la négociation sur les marchés de croissance des PME en raison d'une moindre dissociation entre les droits économiques et les droits de vote.
- 5) Les actions avec prime de fidélité, comme les actions à votes multiples, confèrent à un actionnaire des droits de vote supérieurs. Un actionnaire peut obtenir des droits de vote supplémentaires attachés aux actions avec prime de fidélité en détenant l'action pendant la durée prévue et en respectant certaines conditions. Les actions avec prime de fidélité sont des mécanismes de consolidation du contrôle qui sont conçus pour favoriser une participation plus stable et à long terme des actionnaires plutôt que pour accroître l'attrait de la collecte de fonds auprès du public. En conséquence, il ne convient pas d'inclure les actions avec prime de fidélité dans le champ d'application de la présente directive.
- 6) Il existe des différences substantielles entre les dispositions nationales relatives aux actions à votes multiples d'un État membre à l'autre. Certains États membres autorisent des structures avec actions à votes multiples, tandis que d'autres les interdisent. Dans certains États membres, l'interdiction des actions à votes multiples est limitée aux sociétés de type société anonyme, tandis que dans d'autres, elle s'applique à toutes les sociétés. Les différences entre les régimes nationaux créent des obstacles à la libre circulation des capitaux au sein du marché intérieur. En outre, la fragmentation réglementaire crée des conditions de concurrence inégales pour les sociétés, d'un État membre à l'autre. Les sociétés d'un État membre qui interdit les structures avec actions à votes multiples doivent déménager dans un autre État membre ou même en dehors de l'Union si elles souhaitent être admises à la négociation avec des actions à votes multiples, et doivent donc faire face à des coûts plus élevés. Dans certains cas, ces coûts plus élevés peuvent conduire les sociétés à décider de ne pas lever des fonds auprès du public, ce qui peut limiter leurs possibilités de financement. Ces considérations sont particulièrement pertinentes en ce qui concerne les PME et les jeunes pousses qui ne disposent pas de ressources financières suffisantes pour couvrir ces coûts.
- 7) Les États membres devraient donner aux sociétés la possibilité d'adopter des structures avec actions à votes multiples leur permettant de demander l'admission à la négociation sur un marché de croissance des PME sans que leurs actionnaires majoritaires aient à céder le contrôle. Alors que l'admission à la négociation sur des marchés réglementés est plus adaptée aux grandes entreprises et aux entreprises déjà en phase de développement avancé, les marchés de croissance des PME sont généralement plus adaptés aux petites et moyennes entreprises. À l'origine, les marchés de croissance des PME ont été conçus comme des plates-formes de négociation dédiées aux PME, avec un traitement réglementaire qui tient compte des particularités de ces dernières. Toutefois, les sociétés dont les titres sont cotés sur les marchés de croissance des PME ne sont pas toutes des PME. La directive 2014/65/UE

du Parlement européen et du Conseil³⁹ exige que les PME représentent au moins 50 % des émetteurs d'instruments financiers admis à la négociation sur les marchés de croissance des PME. Les sociétés autres que les PME ont généralement des titres plus liquides et leur admission sur les marchés de croissance des PME permet donc à ces marchés d'obtenir des frais de négociation plus élevés pour maintenir la rentabilité de leur modèle d'entreprise. Néanmoins, dans un souci de clarté pour les investisseurs, tous les émetteurs sur les marchés de croissance des PME, quelle que soit leur taille, sont actuellement soumis aux mêmes règles. Il convient donc que l'introduction du droit d'adopter des structures avec actions à votes multiples s'applique à toutes les sociétés qui demandent pour la première fois l'admission de leurs actions sur un marché de croissance des PME.

- 8) Les États membres devraient pouvoir introduire ou maintenir en vigueur des dispositions nationales permettant aux sociétés d'adopter ces structures à d'autres fins que la première admission à la négociation d'actions sur un marché de croissance des PME. Il peut s'agir notamment d'autoriser les sociétés à adopter des actions à votes multiples lorsqu'elles sont déjà admises à la négociation, lorsqu'elles sollicitent l'admission sur un système multilatéral de négociation qui n'est pas enregistré en tant que marché de croissance des PME ou sur un marché réglementé, ou de faire en sorte que les sociétés fermées puissent adopter des actions à votes multiples, qu'elles aient ou non l'intention de demander l'admission à la négociation de leurs actions. Il peut également s'agir de cas dans lesquels des sociétés passent d'un marché de croissance des PME à un marché réglementé, tout en conservant des actions à votes multiples.
- 9) Les sociétés peuvent adopter des structures avec actions à votes multiples au moyen d'une nouvelle émission d'actions ou d'un autre type de transaction d'entreprise, tel que la conversion d'actions déjà émises. Les sociétés devraient avoir la latitude de choisir le type de transaction le plus approprié pour adopter des structures avec actions à votes multiples, conformément au droit national. En outre, les sociétés devraient également disposer d'une certaine latitude en ce qui concerne le calendrier d'adoption des structures avec actions à votes multiples, dès lors qu'elles sollicitent pour la première fois l'admission d'actions à la négociation sur un marché de croissance des PME. Les États membres ne devraient pas empêcher les sociétés d'adopter des structures avec actions à votes multiples à un stade antérieur à l'admission d'actions à la négociation. Les États membres devraient toutefois être autorisés à prévoir que l'exercice des droits de vote privilégiés, qui représentent des droits de vote supplémentaires attachés aux actions à votes multiples par rapport aux droits de vote des actions d'autres catégories, soit subordonné à l'admission à la négociation d'actions sur un marché de croissance des PME dans un ou plusieurs États membres. Dans ce cas, et jusqu'à l'admission à la négociation, les actions à votes multiples devraient avoir les mêmes droits de vote que les autres catégories d'actions de la société. Cela garantirait que les actions à votes multiples favorisent de façon spécifique une première admission à la négociation sur les marchés de croissance des PME.
- 10) En raison de la diminution des droits de vote des actionnaires ne détenant pas le contrôle de la société par rapport à leurs investissements, les structures avec actions à votes multiples peuvent conférer un contrôle perpétuel aux actionnaires majoritaires de cette société et conduire ainsi à figer la détention du contrôle par certains actionnaires.

³⁹ Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE (JO L 173 du 12.6.2014, p. 349).

Cela peut accroître le risque que les actionnaires majoritaires tirent des avantages particuliers du contrôle. Pour éviter ces risques, l'adoption de structures avec actions à votes multiples devrait faire l'objet de garanties visant à protéger les actionnaires minoritaires.

- 11) Les États membres qui autorisent les actions à votes multiples prévoient des garanties pour protéger les actionnaires minoritaires et les intérêts de la société. Toutefois, les garanties existantes varient d'un État membre à l'autre en raison de spécificités nationales et de différences entre les systèmes de droit des sociétés. Eu égard aux objectifs du marché intérieur énoncés en particulier à l'article 50, paragraphe 2, point g), du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, les États membres devraient garantir une approche coordonnée de leurs législations nationales sur les structures avec actions à votes multiples en ce qui concerne la protection des intérêts des actionnaires minoritaires et de la société. Cela comprend la protection contre les décisions présentant des risques de conséquences néfastes pour les droits de l'homme, le changement climatique et l'environnement ou se traduisant par de telles conséquences. Dans le cadre de cette approche coordonnée, tous les États membres devraient veiller à ce que toute décision d'adopter une structure avec actions à votes multiples ou de modifier cette structure en cas d'incidence sur les droits de vote soit prise à une majorité qualifiée lors de l'assemblée générale des actionnaires. En outre, les États membres devraient limiter l'impact du poids des actions à votes multiples en introduisant des restrictions à la configuration de la structure avec actions à votes multiples ou à l'exercice des droits de vote attachés à ces actions pour l'adoption de certaines décisions. La restriction à l'exercice des droits de vote peut être mise en œuvre en exigeant qu'une approbation à la majorité qualifiée nécessite à la fois une majorité qualifiée des suffrages exprimés à l'assemblée générale des actionnaires et une majorité qualifiée du capital social représenté à l'assemblée générale des actionnaires.
- 12) Les États membres devraient avoir la faculté d'introduire des garanties supplémentaires, si nécessaire, afin d'assurer une protection adéquate des intérêts des actionnaires minoritaires et de l'intérêt de la société. Les États membres devraient évaluer l'opportunité de garanties supplémentaires en fonction de leur efficacité à protéger les intérêts des actionnaires minoritaires et de la société, tout en veillant à ce que ces garanties ne portent pas atteinte à l'objectif des structures avec actions à votes multiples, à savoir la possibilité pour les actionnaires majoritaires d'une société d'exercer une influence sur des décisions importantes, y compris sur la nomination des administrateurs.
- 13) La divulgation d'informations exactes et complètes sur les émetteurs aux moments adéquats renforce la confiance des investisseurs et permet de prendre des décisions d'investissement en connaissance de cause. Cette prise de décision d'investissement en connaissance de cause renforce à la fois la protection des investisseurs et l'efficacité du marché. Les États membres devraient donc exiger des sociétés disposant de structures avec actions à votes multiples qu'elles publient des informations détaillées sur leur structure actionnariale et leur système de gouvernance d'entreprise au moment de l'admission à la négociation, ainsi que périodiquement dans le rapport financier annuel. Ces informations devraient indiquer s'il existe des restrictions à la détention de titres, notamment si tout transfert de titres nécessite l'approbation de la société ou d'autres détenteurs de titres. Elles devraient également mentionner s'il existe des restrictions au droit de vote, notamment des limitations du droit de vote pour les détenteurs d'un certain pourcentage ou d'un certain nombre de voix, des

délais imposés pour l'exercice du droit de vote ou des systèmes dans lesquels les droits financiers attachés aux titres sont séparés de la détention des titres. En outre, ces sociétés devraient divulguer l'identité des détenteurs d'actions à votes multiples ainsi que des personnes physiques habilitées à exercer des droits de vote pour leur compte et des personnes exerçant des droits de contrôle spéciaux, afin d'assurer aux investisseurs, en tant que membres du grand public, la transparence quant à la propriété finale et à l'influence de fait sur la société. Cela permettrait aux investisseurs de prendre des décisions en connaissance de cause et, partant, renforcerait leur confiance dans le bon fonctionnement des marchés des capitaux.

- 14) Étant donné que les objectifs de la présente directive, à savoir élargir les possibilités de financement pour les entreprises et rendre les marchés de croissance des PME plus attractifs, ne peuvent pas être réalisés de manière suffisante et rapide par les États membres mais peuvent, en raison des dimensions et des effets des mesures envisagées, être réalisés de manière plus efficace et rapide au niveau de l'Union, celle-ci peut prendre des mesures, conformément au principe de subsidiarité consacré à l'article 5 du traité sur l'Union européenne. Conformément au principe de proportionnalité tel qu'énoncé audit article, la présente directive n'excède pas ce qui est nécessaire pour atteindre ces objectifs.
- 15) Pour tenir compte de l'évolution du marché et de l'évolution dans d'autres domaines du droit de l'Union ou de l'expérience acquise par les États membres dans la mise en œuvre de la présente directive, la Commission devrait réexaminer la présente directive cinq ans après la date de transposition.
- 16) Conformément à la déclaration politique commune des États membres et de la Commission du 28 septembre 2011 sur les documents explicatifs⁴⁰, les États membres se sont engagés à accompagner, dans les cas où cela se justifie, la notification de leurs mesures de transposition d'un ou de plusieurs documents expliquant le lien entre les éléments d'une directive et les parties correspondantes des instruments nationaux de transposition. En ce qui concerne la présente directive, le législateur estime que la transmission de ces documents est justifiée.
- 17) Le Contrôleur européen de la protection des données a été consulté conformément à l'article 42, paragraphe 1, du règlement (UE) 2018/1725 du Parlement européen et du Conseil⁴¹ et a rendu un avis le [XX XX 2022/2023]⁴²,

ONT ADOPTÉ LA PRÉSENTE DIRECTIVE:

Article premier

Objet

La présente directive établit des règles communes relatives aux structures avec actions à votes multiples dans les sociétés qui demandent l'admission à la négociation de leurs actions sur un marché de croissance des PME dans un ou plusieurs États membres et qui ne disposent pas d'actions déjà admises à la négociation sur une quelconque plate-forme de négociation.

⁴⁰ JO C 369 du 17.12.2011, p. 14.

⁴¹ Règlement (UE) 2018/1725 du Parlement européen et du Conseil du 23 octobre 2018 relatif à la protection des personnes physiques à l'égard du traitement des données à caractère personnel par les institutions, organes et organismes de l'Union et à la libre circulation de ces données, et abrogeant le règlement (CE) n° 45/2001 et la décision n° 1247/2002/CE (Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE) (JO L 295 du 21.11.2018, p. 39).

⁴² [OP: note de bas de page lorsqu'elle sera disponible].

Article 2

Définitions

Aux fins de la présente directive, on entend par:

- a) «société»: une entité juridique constituée sous l'une des formes de sociétés énumérées à l'annexe I de la directive (UE) 2017/1132;
- b) «actions à votes multiples»: les actions appartenant à une catégorie distincte et séparée et qui confèrent des droits de vote supérieurs à ceux d'une autre catégorie d'actions avec droit de vote sur des questions devant être tranchées par l'assemblée générale des actionnaires;
- c) «structure avec actions à votes multiples»: la structure actionnariale d'une société qui comporte au moins une catégorie d'actions à votes multiples;
- d) «plate-forme de négociation»: une plate-forme de négociation au sens de l'article 4, paragraphe 1, point 24), de la directive 2014/65/UE;
- e) «marché de croissance des PME»: un marché de croissance des PME au sens de l'article 4, paragraphe 1, point 12), de la directive 2014/65/UE;
- f) «ratio du poids des actions à votes multiples»: le rapport entre les voix attachées aux actions à votes multiples et les voix attachées aux actions ayant le moins de droits de vote.

Article 3

Introduction ou maintien de dispositions nationales relatives aux actions à votes multiples

Les États membres peuvent introduire ou maintenir en vigueur des dispositions nationales permettant aux sociétés d'adopter des structures avec actions à votes multiples dans des situations qui ne sont pas visées par la présente directive.

Article 4

Adoption de structures avec actions à votes multiples

1. Les États membres veillent à ce que les sociétés qui n'ont pas d'actions admises à la négociation sur une plate-forme de négociation aient le droit d'adopter des structures avec actions à votes multiples pour l'admission à la négociation d'actions sur un marché de croissance des PME dans un ou plusieurs États membres. Les États membres ne font pas obstacle à l'admission à la négociation d'actions d'une société sur un marché de croissance des PME au motif que cette société a adopté une structure avec actions à votes multiples.
2. Le droit visé au paragraphe 1 comprend le droit d'adopter des structures avec actions à votes multiples antérieurement à une demande d'admission à la négociation d'actions sur un marché de croissance des PME.
3. Les États membres peuvent subordonner l'exercice des droits de vote privilégiés attachés aux actions à votes multiples à l'admission à la négociation d'actions sur un marché de croissance des PME dans un ou plusieurs États membres.

Garanties pour un traitement équitable et non discriminatoire des actionnaires d'une société

1. Les États membres assurent un traitement équitable et non discriminatoire des actionnaires, ainsi qu'une protection adéquate des intérêts des actionnaires qui ne détiennent pas d'actions à votes multiples et de la société, au moyen de garanties appropriées. À cet effet, les États membres prennent l'ensemble des mesures suivantes:
 - a) veiller à ce que la décision d'une société d'adopter une structure avec actions à votes multiples et toute décision ultérieure de modifier une structure avec actions à votes multiples ayant une incidence sur les droits de vote soient prises par l'assemblée générale des actionnaires de cette société et soient approuvées par une majorité qualifiée telle que prévue par le droit national.

Aux fins du présent point, lorsqu'il existe plusieurs catégories d'actions, ces décisions sont aussi subordonnées à un vote séparé pour chaque catégorie d'actionnaires aux droits desquels l'opération porte atteinte.

 - b) limiter l'impact du poids des actions à votes multiples sur l'exercice des droits des autres actionnaires, en particulier lors des assemblées générales, en introduisant l'une des deux mesures suivantes:
 - i) un ratio maximal du poids des actions à votes multiples et une exigence relative au pourcentage maximal du capital social en circulation que le montant total des actions à votes multiples peut représenter;
 - ii) une restriction à l'exercice des droits de vote privilégiés attachés aux actions à votes multiples pour les questions devant être tranchées par l'assemblée générale des actionnaires et nécessitant une approbation à une majorité qualifiée.
2. Les États membres peuvent prévoir des garanties supplémentaires pour assurer une protection adéquate des actionnaires et des intérêts de la société. Ces garanties peuvent comprendre en particulier:
 - a) une disposition visant à éviter que les droits de vote privilégiés attachés aux actions à votes multiples ne soient transférés à des tiers ou continuent d'exister en cas de décès, d'incapacité ou de départ à la retraite du détenteur initial d'actions à votes multiples (clause de caducité en cas de transfert);
 - b) une disposition visant à éviter que les droits de vote privilégiés attachés aux actions à votes multiples continuent d'exister après une période déterminée (clause de caducité temporelle);
 - c) une disposition visant à éviter que les droits de vote privilégiés attachés aux actions à votes multiples continuent d'exister en cas de survenance d'un événement déterminé (clause de caducité liée à un événement);
 - d) l'obligation de veiller à ce que les droits de vote privilégiés ne puissent pas être utilisés pour bloquer l'adoption par l'assemblée générale des actionnaires de décisions visant à prévenir, réduire ou éliminer les incidences négatives sur les droits de l'homme et l'environnement liées aux activités de la société.

Article 6

Transparence

1. Les États membres veillent à ce que les sociétés ayant des structures avec actions à votes multiples dont les actions sont négociées ou vont être négociées sur un marché de croissance des PME publient, dans le [document UE d'émission de croissance visé à l'article 15, paragraphe 1, point a)] du règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil⁴³ ou dans le document d'admission visé à l'article 33, paragraphe 3, point c), de la directive 2014/65/UE et dans le rapport financier annuel de la société visé à l'article 78, paragraphe 2, point g), du règlement délégué (UE) 2017/565 de la Commission⁴⁴, des informations détaillées sur l'ensemble des éléments suivants:
 - a) la structure de leur capital, y compris les titres qui ne sont pas admis à la négociation sur un marché de croissance des PME d'un État membre, avec une indication des différentes catégories d'actions et, pour chaque catégorie d'actions, les droits et obligations qui lui sont attachés et le pourcentage du capital social total et du total des droits de vote qu'elle représente;
 - b) toute restriction au transfert de titres, notamment tout accord entre actionnaires dont la société a connaissance et qui pourrait entraîner des restrictions au transfert de titres;
 - c) l'identité des détenteurs de tout titre comprenant des droits de contrôle spéciaux et une description de ces droits;
 - d) toute restriction des droits de vote, notamment tout accord entre actionnaires dont la société a connaissance et qui pourrait entraîner des restrictions des droits de vote;
 - e) l'identité des actionnaires détenant des actions à votes multiples et de la personne physique ou morale habilitée à exercer les droits de vote pour le compte de ces actionnaires, le cas échéant.
2. Lorsque les détenteurs d'actions à votes multiples ou les personnes habilitées à exercer des droits de vote pour leur compte ou les détenteurs de titres assortis de droits de contrôle spéciaux sont des personnes physiques, la publication de leur identité n'exige que la publication de leur nom.

Article 7

Réexamen

Au plus tard le [cinq ans après l'entrée en vigueur], la Commission présente au Parlement européen et au Conseil un rapport sur la mise en œuvre et les effets de la présente directive. À cet effet, pour le [quatre ans après l'entrée en vigueur], les États membres fournissent à la Commission des informations concernant notamment:

⁴³ Règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE (JO L 168 du 30.6.2017, p. 12).

⁴⁴ Règlement délégué (UE) 2017/565 de la Commission du 25 avril 2016 complétant la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les exigences organisationnelles et les conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement et la définition de certains termes aux fins de ladite directive (JO L 87 du 31.3.2017, p. 1).

- a) le nombre de sociétés admises à la négociation avec des actions à votes multiples;
- b) le secteur dans lequel les sociétés visées au point a) sont actives et la capitalisation correspondante au moment de l'émission;
- c) les garanties en matière de protection des investisseurs appliquées par les sociétés visées au point a) en ce qui concerne les structures avec actions à votes multiples.

Article 8

Transposition

1. Les États membres mettent en vigueur les dispositions législatives, réglementaires et administratives nécessaires pour se conformer à la présente directive au plus tard deux ans après la date d'entrée en vigueur de la présente directive. Ils en informent immédiatement la Commission. Lorsque les États membres adoptent ces dispositions, celles-ci contiennent une référence à la présente directive ou sont accompagnées d'une telle référence lors de leur publication officielle. Les modalités de cette référence sont arrêtées par les États membres.
2. Les États membres communiquent à la Commission le texte des dispositions essentielles de droit interne qu'ils adoptent dans le domaine couvert par la présente directive.

Article 9

Entrée en vigueur

La présente directive entre en vigueur le vingtième jour suivant celui de sa publication au *Journal officiel de l'Union européenne*.

Article 10

Destinataires

Les États membres sont destinataires de la présente directive.

Fait à Bruxelles, le

Par le Parlement européen
La présidente
[...]

Par le Conseil
Le président
[...]