



Bruxelles, le 7.12.2022
COM(2022) 760 final

2022/0405 (COD)

Proposition de

DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL

modifiant la directive 2014/65/UE afin de rendre les marchés des capitaux de l'Union plus attractifs pour les entreprises et de faciliter l'accès des petites et moyennes entreprises aux capitaux, et abrogeant la directive 2001/34/CE

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

{SEC(2022) 760 final} - {SWD(2022) 762 final} - {SWD(2022) 763 final}

EXPOSÉ DES MOTIFS

1. CONTEXTE DE LA PROPOSITION

• Justification et objectifs de la proposition

Contexte politique

La présente proposition fait partie du paquet législatif sur l'admission à la cote, un ensemble de mesures visant à renforcer l'attractivité des marchés boursiers de l'Union pour les entreprises et à 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), à savoir améliorer l'accès aux sources de financement par le marché pour les entreprises de l'Union à chaque étape de leur développement, y compris pour les petites entreprises. Les sociétés cotées en bourse, y compris celles dont l'entrée en bourse est récente, surpassent souvent les entreprises non cotées en termes de croissance annuelle du chiffre d'affaires et de création d'emplois¹. En entrant en bourse, les entreprises peuvent diversifier leur base d'investisseurs, réduire leur dépendance à l'égard des financements bancaires, accéder plus facilement et à moindre coût à des fonds propres additionnels et à des financements par l'emprunt (au moyen d'offres secondaires), accroître leur visibilité auprès du public et renforcer la notoriété de leur marque.

Depuis la publication du premier plan d'action pour la mise en place d'une union des marchés des capitaux 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 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil (MiFID II)² a introduit une nouvelle catégorie de systèmes multilatéraux de négociation (MTF), les marchés de croissance des PME³, afin d'encourager les PME à faire appel aux marchés des capitaux. En 2019, de nouvelles règles de l'Union ont été proposées dans le cadre du règlement (UE) 2019/2115 du Parlement européen et du Conseil⁴ (acte législatif sur l'admission à la cote des PME) afin de réduire la charge réglementaire des sociétés qui

¹ «Empowering EU capital markets - Making listing cool again» (Donner des moyens d'action aux marchés des capitaux de l'UE — Remettre la cotation au goût du jour), Rapport final du groupe d'experts techniques des parties intéressées (TESG) sur les PME intitulé, mai 2021. Oxera Consulting LPP, Primary and secondary equity markets in EU, rapport final, novembre 2020, [Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf](#).

² 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).

³ Pour qu'un MTF puisse être considéré comme un marché de croissance des PME, il faut qu'au moins 50 % des émetteurs dont les instruments financiers sont négociés sur ce MTF soient des PME, définies dans la directive MiFID II comme des entreprises dont la capitalisation boursière moyenne est inférieure à 200 millions d'EUR. Afin de garantir un niveau approprié de protection des investisseurs, les règles de cotation sur les marchés de croissance des PME doivent également satisfaire à certaines normes de qualité, qui imposent notamment d'établir un document d'admission approprié (lorsqu'un prospectus n'est pas requis) et de respecter les exigences en matière d'informations financières périodiques. Ce cadre pour les marchés de croissance des PME vise à mieux tenir compte des besoins particuliers des PME qui accèdent pour la première fois aux marchés d'actions et d'obligations.

⁴ 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).

souhaitent être cotées sur des marchés de croissance des PME, tout en préservant un niveau élevé de protection des investisseurs et d'intégrité du marché. Néanmoins, malgré ces progrès, les parties prenantes confirment 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 la mise en place d'une UMC adopté en septembre 2020 annonçait qu'«[a]fin de promouvoir et de diversifier l'accès des petites entreprises innovantes au financement, la Commission [chercherait] à simplifier les règles de cotation applicables aux marchés boursiers». Faisant suite à cette annonce, et se fondant sur l'acte législatif de 2019 sur l'admission à la cote des PME, la Commission a mis en place un groupe d'experts techniques (TESG) sur les PME, qui a confirmé le point de vue des parties prenantes selon lequel de nouvelles mesures législatives étaient nécessaires pour favoriser l'admission à la cote des entreprises, en particulier des PME. Dans son rapport final⁵ de mai 2021, le TESG a formulé douze recommandations visant à modifier le cadre de cotation tant sur les marchés réglementés que sur les marchés de croissance des PME.

Le 15 septembre 2021, la présidente von der Leyen a annoncé, dans sa lettre d'intention⁶ 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 2022⁷.

Pour une entreprise, l'entrée en bourse constitue une décision complexe, influencée par une multitude de facteurs, dont beaucoup ne sont pas du ressort des instances de réglementation et ne peuvent donc pas être directement régis par des actes législatifs. Par exemple, les facteurs qui influent sur le coût des services de cotation, et plus généralement l'instabilité géopolitique, le Brexit, la COVID-19 et l'inflation, ont tous eu (et peuvent encore avoir) une incidence sur la décision d'entrer en bourse, sur le moment de l'entrée en bourse et sur l'opportunité de rester coté en bourse dans l'Union. Toutefois, les exigences réglementaires, ainsi que la charge et les coûts correspondants, constituent également un facteur majeur dans la décision d'une entreprise d'entrer et de rester cotée en bourse. Le paquet législatif sur l'admission à la cote présente un ensemble ciblé de mesures visant: i) à réduire la charge réglementaire lorsqu'elle est jugée excessive (lorsque la réglementation peut contribuer à protéger les investisseurs ou l'intégrité du marché en en réduisant le coût pour les parties prenantes); ii) et à accroître la flexibilité accordée par le droit des sociétés aux créateurs d'entreprises ou aux actionnaires de contrôler de choisir comment distribuer les droits de vote après l'admission d'actions à la négociation.

Le cadre réglementaire applicable au processus d'admission à la cote présente de multiples facettes. Les entreprises doivent se conformer aux exigences réglementaires avant, pendant et après l'introduction en bourse (*initial public offering* ou *IPO*). Cette proposition de directive

⁵ [Rapport final du groupe d'experts techniques des parties intéressées \(TESG\) sur les PME – «Empowering EU capital markets - Making listing cool again» \(europa.eu\)](#)

⁶ Voir p. 4: [state_of_the_union_2021_letter_of_intent_fr.pdf \(europa.eu\)](#).

⁷ Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions – Programme de travail de la Commission pour 2022 – Ensemble pour une Europe plus forte, COM(2021) 645 final cwp2022_fr.pdf (europa.eu).

s'accompagne de deux autres propositions législatives, avec lesquelles elle constitue le paquet législatif sur l'admission à la cote: i) une proposition de règlement modifiant le règlement sur les prospectus et le règlement sur les abus de marché, qui vise à rationaliser et à clarifier les exigences en matière de cotation applicables sur les marchés primaires et secondaires, tout en maintenant un niveau approprié de protection des investisseurs et d'intégrité du marché; et ii) une proposition de directive sur les structures à actions à votes multiples, qui vise à supprimer les obstacles réglementaires qui apparaissent au stade préalable à l'introduction en bourse et, en particulier, à faire en sorte que toutes les entreprises de l'Union aient les mêmes possibilités en ce qui concerne le choix d'une structure de gouvernance appropriée lors de leur entrée en bourse.

Motivation de la proposition

Les entreprises cotées, en particulier les PME, ont besoin de se faire connaître des investisseurs potentiels: le faible niveau actuel des travaux de recherche en investissements consacrés à ces émetteurs, qui s'explique par de nombreux facteurs sous-jacents, explique leur manque de visibilité et l'intérêt limité des investisseurs, ce qui restreint encore davantage la liquidité pour les sociétés déjà cotées.

En vertu de la MiFID II et de la directive déléguée (UE) 2017/593 de la Commission⁸, lorsque des travaux de recherche en investissements sont fournis par des tiers à des entreprises d'investissement dans le cadre de services d'exécution/de courtage, ils ne sont pas considérés comme une incitation, s'ils sont reçus en contrepartie: i) d'un paiement direct issu des ressources propres de l'entreprise d'investissement; ou ii) d'un paiement issu d'un compte de frais de recherche distinct contrôlé par l'entreprise et soumis à plusieurs conditions (appelées «règles de dissociation»). Après quelques années d'application, le succès des règles de dissociation est contestable.

Les règles de dissociation semblent avoir atteint certains de leurs objectifs, notamment une meilleure gestion des conflits d'intérêts, la limitation de la production excessive de travaux de recherches sur des actions très liquides et l'amélioration de la transparence des coûts liés à la recherche. Toutefois, ces règles n'ont pas contribué au développement de prestataires indépendants de services de recherche en investissements. Au contraire, à la suite de l'introduction des règles de dissociation, la recherche indépendante est devenue une activité non viable en raison des faibles niveaux de prix pratiqués par certains grands prestataires.

Les données indiquent en outre que les règles de dissociation pourraient avoir nui à l'offre globale de recherche, en particulier pour les entreprises à faible et à moyenne capitalisation, et avoir entraîné une réduction des infrastructures d'étude de marché, au détriment de la compétitivité et de la diversification du marché des analystes. Les courtiers de l'Union, qui avaient par le passé fourni des travaux de recherche sur les PME dans le cadre de leurs services d'investissement «groupés», ont réduit leurs capacités consacrées aux PME après avoir décidé de ne pas répercuter sur leurs clients le coût de leurs recherches. Le segment des entreprises à faible et à moyenne capitalisation cotées en bourse a été d'autant plus touché que ces paiements groupés permettaient de consacrer des paiements reçus pour des recherches sur

⁸ Directive déléguée (UE) 2017/593 de la Commission du 7 avril 2016 complétant la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la sauvegarde des instruments financiers et des fonds des clients, les obligations applicables en matière de gouvernance des produits et les règles régissant l'octroi ou la perception de droits, de commissions ou de tout autre avantage pécuniaire ou non pécuniaire (JO L 87 du 31.3.2017, p. 500).

de grandes entreprises à des recherches sur des entreprises peu ou moyennement capitalisées. De manière générale, plusieurs enquêtes montrent que la couverture des PME a considérablement diminué, quand elle n'a pas disparu, au cours des années qui ont suivi l'entrée en vigueur des règles de dissociation. Il en a résulté une plus grande concentration du marché de la recherche dite «dissociée» ainsi qu'une réduction de la diversité et de l'étendue de l'offre de recherche.

Bien que les règles de dissociation aient été conçues pour rompre le lien entre commissions de courtage et recherche en investissements et pour donner un «prix» à cette dernière, la dissociation n'a en réalité pas permis de déterminer ce prix de manière indépendante et n'a pas non plus ouvert ce marché à des prestataires indépendants (non liés au courtage). Et surtout, les règles de dissociation n'ont pas empêché la tendance négative à la réduction du nombre d'entreprises à faible et à moyenne capitalisation couvertes par le champ des recherches, pas plus qu'elles n'ont conduit à l'émergence de prestataires indépendants ciblant essentiellement les PME.

En 2021, les règles de dissociation ont été modifiées pour la première fois, dans le cadre d'un effort plus général, relevant du train de mesures de relance par les marchés de capitaux (CMRP)⁹, pour soutenir la reprise à la suite de la crise liée à la COVID-19, qui a contraint les sociétés à s'endetter davantage, ce qui a affaibli leur structure de financement. Dans un contexte où les entreprises ont besoin d'une recapitalisation urgente, la nécessité d'une plus grande visibilité pour les entreprises de l'Union, en particulier pour les entreprises à faible et à moyenne capitalisation, a été considérée comme fondamentale et le coût implicite de l'absence de couverture par des travaux de recherche a été considéré comme encore plus élevé. Dans ce cadre, le CMRP, applicable depuis le 28 février 2022, visait à améliorer la couverture des entreprises à faible et à moyenne capitalisation¹⁰ en exemptant de l'application des règles de dissociation la recherche en investissements incluant des émetteurs dont la capitalisation boursière ne dépasse pas un milliard d'EUR sur les 36 mois précédant la fourniture des travaux de recherche, ce qui autorisait, dans de tels cas, un paiement conjoint pour ces travaux et pour l'exécution de transactions. Néanmoins, si cette mesure a été largement saluée, elle n'a pas permis de résoudre complètement le problème. Les nombreux courtiers et entreprises d'investissement qui proposent des services à des entreprises de taille (et à capitalisation) variable, y compris à celles dont la capitalisation dépasse le seuil d'un milliard d'EUR prévu dans le CMRP, ont choisi de ne pas instaurer deux systèmes parallèles de facturation pour leurs services de recherche, et de maintenir une approche dissociée pour

⁹ Directive (UE) 2021/338 du Parlement européen et du Conseil du 16 février 2021 modifiant la directive 2014/65/UE en ce qui concerne les obligations d'information, la gouvernance des produits et les limites de position, et les directives 2013/36/UE et (UE) 2019/878 en ce qui concerne leur application aux entreprises d'investissement, afin de soutenir la reprise à la suite de la crise liée à la COVID-19.

¹⁰ Le considérant 8 du CMRP [directive (UE) 2021/338 du Parlement européen et du Conseil du 16 février 2021 modifiant la directive 2014/65/UE en ce qui concerne les obligations d'information, la gouvernance des produits et les limites de position, et les directives 2013/36/UE et (UE) 2019/878 en ce qui concerne leur application aux entreprises d'investissement, afin de soutenir la reprise à la suite de la crise liée à la COVID-19] dispose ce qui suit: «À la suite de la pandémie de COVID-19, les émetteurs, et en particulier les entreprises à faible et à moyenne capitalisation, doivent être soutenus par des marchés de capitaux solides. La recherche sur les entreprises émettrices à faible et à moyenne capitalisation est essentielle pour aider les émetteurs à se rapprocher des investisseurs. Cette recherche augmente la visibilité des émetteurs et garantit ainsi un niveau suffisant d'investissement et de liquidités. Les entreprises d'investissement devraient être autorisées à payer conjointement la fourniture de la recherche et la fourniture de services d'exécution, pour autant que certaines conditions soient remplies.»

l'ensemble de leurs clients. Par conséquent, la modification apportée dans le CMRP n'a pas pleinement atteint son objectif, à savoir soutenir la production de travaux de recherche sur les entreprises à faible et à moyenne capitalisation, de sorte qu'il serait nécessaire de procéder à un réexamen législatif supplémentaire dans ce cadre.

Outre les modifications apportées au régime de dissociation des activités de recherche, la proposition introduit un nombre limité de modifications du cadre législatif régissant le marché de croissance des PME, une catégorie de MTF créée dans le cadre de la MiFID II afin d'accroître la visibilité des PME et de contribuer à l'élaboration de normes réglementaires communes dans l'Union pour les marchés spécialisés dans les PME¹¹.

Enfin, la proposition vise également à abroger la directive sur l'admission à la cote. La directive sur l'admission à la cote, une directive d'harmonisation minimale adoptée en 2001, a servi de base pour l'admission à la cote sur les marchés de l'Union avant l'adoption de la directive «prospectus»¹² et de la directive sur la transparence¹³, lesquelles ont par la suite remplacé la plupart des dispositions harmonisant les conditions qui régissaient l'information à fournir pour les demandes d'admission de valeurs mobilières à la cote et l'information à fournir sur les valeurs mobilières admises à la négociation. La MiFID a introduit la notion d'«admission d'instruments financiers à la négociation sur un marché réglementé». Selon l'analyse menée par le comité permanent de l'AEMF sur les marchés de valeurs mobilières en ce qui concerne la mise en œuvre de la directive sur l'admission à la cote, de nombreux États membres n'appliquent plus, en droit national, les notions utilisées dans ladite directive¹⁴. En outre, les États membres qui appliquent encore de telles notions en droit national disposent d'une marge de manœuvre assez large pour s'écarter des règles énoncées dans la directive sur l'admission à la cote afin de tenir compte des conditions spécifiques du marché local. Actuellement, les deux notions d'«admission à la cote officielle» et d'«admission à la négociation sur un marché réglementé» sont souvent utilisées de manière interchangeable dans certains États membres. Le double régime d'admission à la négociation, d'une part, et d'admission à la cote officielle, d'autre part, pourrait être une source d'insécurité juridique au niveau de l'Union, notamment parce que les exigences en matière de transparence et d'abus de marché, qui visent à protéger les investisseurs et à garantir l'intégrité du marché, ne sont pas actuellement appliquées aux instruments admis à la cote officielle, alors qu'elles s'appliquent aux instruments admis à la négociation sur un marché réglementé.

¹¹ En avril 2021, l'AEMF a publié son rapport final sur le fonctionnement du régime applicable aux marchés de croissance des PME, qui concluait que ce nouveau régime avait été relativement efficace; avec dix-sept MTF enregistrés en tant que marchés de croissance des PME au moment de la publication du rapport. Rapport disponible à l'adresse: [final_report_on_sme_gms_-_mifid_ii.pdf](#) (europa.eu).

¹² Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 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, et modifiant la directive 2001/34/CE (JO L 345 du 31.12.2003, p. 64).

¹³ Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé (JO L 390 du 31.12.2004, p. 38).

¹⁴ Seuls sept organismes nationaux de contrôle ont déclaré que la directive sur l'admission à la cote était toujours en vigueur ou partiellement en vigueur dans leur juridiction. Une analyse plus détaillée figure à l'annexe 7 de l'analyse d'impact accompagnant la présente proposition.

Objectifs de la proposition

L'objectif général de la présente proposition est d'apporter des ajustements ciblés au corpus réglementaire de l'Union afin d'accroître la visibilité des sociétés cotées, en particulier des PME, et de rationaliser le processus de cotation pour une plus grande clarté juridique.

Les modifications ciblées qu'il est proposé d'apporter à la MiFID II visent à faciliter le développement et la fourniture de services de recherche en investissements sur les entreprises, en particulier les entreprises à faible et à moyenne capitalisation, et à renforcer davantage l'attractivité du système de marché de croissance des PME pour, à terme, faciliter l'accès des entreprises à faible et à moyenne capitalisation aux marchés des capitaux. La présente proposition relève le seuil de capitalisation boursière applicable pour les entreprises à faible et à moyenne capitalisation en dessous duquel il serait possible de regrouper à nouveau les frais d'exécution d'ordres et de fourniture de travaux de recherche. En relevant le seuil actuel de 1 milliard d'EUR à 10 milliards d'EUR, l'objectif est de couvrir un éventail plus large d'entreprises à faible et à moyenne capitalisation, et notamment davantage d'entreprises de taille moyenne, lesquelles bénéficieraient d'un régime de regroupement des paiements, ce qui permettrait concrètement que le paiement de travaux de recherche portant sur de grandes entreprises puisse aussi servir à des recherches portant sur de petites entreprises. Cette exemption du régime de dissociation éliminera les barrières à l'entrée sur le marché de la recherche en investissements portant sur les entreprises à faible et à moyenne capitalisation et devrait revitaliser l'ensemble du marché de la recherche en investissements. Plus les travaux de recherche sur ces entreprises mis à la disposition des investisseurs potentiels seront nombreux, plus ces entreprises auront de chances de trouver des financements. Le développement de la recherche en investissements sur ces entreprises donnera à ces dernières plus de visibilité et augmentera leurs chances d'attirer des investisseurs potentiels. Compte tenu du nombre élevé d'entreprises à faible et à moyenne capitalisation dans l'Union, il est essentiel pour l'économie de l'Union que ces entreprises aient accès à des sources de financement diversifiées, y compris par l'intermédiaire des marchés des capitaux.

En outre, la présente proposition vise à instaurer un cadre pour le développement d'un type particulier de recherche qui serait rémunéré par l'émetteur («recherche financée par l'émetteur»). Une consultation publique, des échanges avec les parties prenantes ainsi que différentes analyses¹⁵ ont montré que ce type de recherche était apparu, en particulier à la suite de l'introduction de la MiFID II, afin de compenser la faible couverture des entreprises à faible et à moyenne capitalisation par les travaux de recherche. Compte tenu des conflits d'intérêts inhérents à ces travaux de recherche, il semble nécessaire d'en réglementer la production afin d'assurer à leurs utilisateurs des informations correctes et précises. Afin de promouvoir une recherche plus transparente et plus indépendante, la présente proposition prévoit que cette recherche respecte un code de conduite élaboré ou approuvé par un opérateur de marché ou une autorité compétente au sein de l'Union.

Afin de rendre la recherche en investissements désignée comme une «recherche financée par l'émetteur» plus facilement accessible au public et d'améliorer la visibilité des entreprises à faible et à moyenne capitalisation aux yeux des investisseurs potentiels, la proposition prévoit que les États membres veillent à ce que les émetteurs puissent soumettre le fruit des

¹⁵ Rapport intitulé «Relancer la recherche après MIF 2: Constats, enjeux et recommandations», disponible à l'adresse suivante: <https://www.amf-france.org/sites/default/files/2020-02/rapport-mission-recherche-version-college-vf.pdf>

recherches financées par leurs soins à l'organisme de collecte défini à l'article 2, point 2), de la proposition de règlement relatif à un point d'accès unique européen¹⁶].

Une fois mis en place, le point d'accès unique européen (ESAP), proposé par la Commission le 25 novembre 2021¹⁷ et faisant actuellement l'objet de négociations interinstitutionnelles avec les colégislateurs de l'Union, fournira un point d'accès unique aux informations financières publiées sur les entreprises de l'Union, y compris les PME, et sur les produits d'investissement dans l'Union. L'ESAP est conçu pour donner aux entreprises de l'Union, en particulier aux PME, une plus grande visibilité auprès des investisseurs et pourrait être utilisé pour collecter et diffuser des travaux de recherche financés par les émetteurs. À l'avenir, l'ESAP pourra servir à publier les notifications des émetteurs concernant les recherches qu'ils ont financées, ainsi que le contenu de ces recherches.

En outre, les modifications ciblées de la MiFID II visent à préciser que l'opérateur d'un système multilatéral de négociation (MTF) peut demander l'enregistrement d'un segment du MTF en tant que marché de croissance des PME, à condition que certaines exigences soient respectées pour ce segment.

De plus, la présente proposition vise à renforcer l'harmonisation et la cohérence des règles de cotation dans l'Union, afin que le cadre réglementaire soit adapté à sa finalité. Plus particulièrement, elle harmonise et consolide les règles de cotation en abrogeant la directive sur l'admission à la cote et en transférant ses dispositions pertinentes dans la MiFID II, afin de réduire l'insécurité juridique et le risque d'arbitrage réglementaire dans l'Union.

Ces dispositions concernent: i) l'exigence en matière de flottant minimal, qui détermine la part de capital social émis par une société qui est entre les mains d'investisseurs publics, par opposition aux dirigeants de la société, aux administrateurs ou aux actionnaires détenteurs d'une participation de contrôle; et ii) la capitalisation boursière prévisible des actions qui font l'objet de la demande d'admission à la cote ou, si elle ne peut pas être évaluée, les capitaux propres et les réserves de la société, y compris les résultats du dernier exercice. La proposition réduit également l'exigence de flottant minimal de 25 % à 10 % afin de procurer une plus grande flexibilité aux émetteurs qui souhaitent conserver une part importante de l'entreprise. En outre, le nouveau seuil de flottant minimal de 10 % ne sera pas limité au seul public de l'Union/EEE. Cette restriction géographique de l'exigence de flottant à l'Union/EEE ne sera pas maintenue, étant donné que la MiFID II ne prévoit pas une telle restriction pour les instruments financiers admis à la négociation.

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

Les modifications apportées à la MiFID II et l'abrogation de la directive sur l'admission à la cote sont conformes aux objectifs généraux de la MiFID II, à savoir accroître la transparence et renforcer la protection des investisseurs. En outre, la présente proposition s'appuie sur les modifications apportées par le CMRP au régime de recherche en investissements et les complète.

¹⁶ Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil établissant un point d'accès unique européen (ESAP) fournissant un accès centralisé aux informations publiées utiles pour les services financiers, les marchés des capitaux et la durabilité, 2021/0378 (COD).

¹⁷ Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil établissant un point d'accès unique européen (ESAP) fournissant un accès centralisé aux informations publiées utiles pour les services financiers, les marchés des capitaux et la durabilité, 2021/0378 (COD)

Les modifications ciblées apportées à la MiFID II sont pleinement conformes aux objectifs du régime actuel des marchés de croissance des PME prévu par ladite directive, à savoir «faciliter l'accès des petites et moyennes entreprises (PME) aux capitaux» et à la nécessité de prêter particulièrement attention à «la manière dont il y aura lieu de légiférer à l'avenir pour promouvoir et favoriser encore davantage le recours à ce marché, de façon à le rendre attractif pour les investisseurs, et d'alléger les contraintes administratives et d'inciter davantage les [entreprises à faible et à moyenne capitalisation] à accéder aux marchés de capitaux au travers des marchés de croissance des PME»¹⁸.

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

La proposition est pleinement conforme à l'objectif principal de l'union des marchés des capitaux, qui est de rendre le financement plus accessible aux entreprises de l'Union, 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 de 2015 pour la mise en place d'une UMC¹⁹, de l'examen à mi-parcours 2017 du plan d'action concernant l'UMC²⁰, et du plan d'action 2020 concernant l'UMC.

Afin de favoriser l'emploi et la croissance dans l'Union, l'union des marchés des capitaux a d'emblée eu pour objectif de faciliter l'accès au financement pour les entreprises, notamment pour les PME. Depuis la publication en 2015 du plan d'action pour l'UMC, 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 concernant 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 d'acte législatif sur l'admission à la cote des PME²¹ visant: à réduire la charge administrative et les coûts de mise en conformité élevés supportés par les émetteurs des marchés de croissance des PME, tout en garantissant un niveau élevé d'intégrité du marché et de protection des investisseurs; à favoriser la liquidité des actions de PME cotées en bourse afin de rendre ces marchés plus attractifs pour les investisseurs, les émetteurs et les intermédiaires; et à faciliter l'enregistrement des MTF en tant que marchés de croissance des PME. L'acte législatif sur l'admission à la cote des PME a été adopté en novembre 2019.

En outre, à la suite de la crise de la COVID-19, la Commission a publié le CMRP, qui apportait des modifications ciblées à la réglementation sur les marchés des capitaux et à la réglementation bancaire, dans le but global de permettre aux marchés des capitaux d'aider plus facilement les entreprises de l'Union à se remettre de la crise de la COVID-19. Les propositions de modifications à apporter aux règles régissant les marchés des capitaux

¹⁸ MiFID II, considérant 132.

¹⁹ Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions – Un plan d'action pour la mise en place d'une union des marchés des capitaux, COM(2015) 468 final.

²⁰ 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} du 8 juin 2017) <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52017DC0292&from=EN>

²¹ 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.

visaient en particulier à alléger la charge réglementaire et à réduire la complexité pour les émetteurs et les entreprises d'investissement.

La présente proposition fait suite au plan d'action 2020 pour la mise en place d'une UMC et à son objectif de rendre le financement plus accessible aux entreprises de l'Union (action n° 2: «soutenir l'accès aux marchés boursiers»). Elle vise à alléger les exigences réglementaires susceptibles de dissuader une entreprise d'entrer en bourse ou de rester cotée en bourse. D'autres facteurs susceptibles de dissuader les émetteurs d'entrer en bourse, tels qu'une faible base d'investisseurs ou un traitement fiscal plus favorable de la dette par rapport aux fonds propres, sont pris en compte dans le cadre d'autres initiatives en cours et à venir relatives à l'UMC et complétant les modifications mises en avant dans la présente proposition, et devraient être analysés en liaison avec la présente initiative. Ces initiatives portent, par exemple, sur: i) la création d'un point d'accès unique au niveau de l'UE (ESAP), qui remédiera au problème d'accès des investisseurs à des données comparables et accroîtra la visibilité des entreprises auprès des investisseurs; ii) la centralisation des informations de négociation de toute l'UE au sein d'un système consolidé de publication, qui améliorera les conditions de négociation et de formation des prix sur les marchés boursiers; et iii) l'instauration d'un abattement pour la réduction de la distorsion fiscale en faveur de l'endettement (DEBRA)²², afin de rendre le financement par les fonds propres plus attrayant (et moins coûteux) pour les entreprises..

En outre, une série d'initiatives de la Commission renforceront élargiront encore le vivier des investisseurs pour les entreprises cotées. Le fonds de soutien de l'UE à l'introduction en bourse des PME jouera le rôle d'investisseur de référence afin d'attirer davantage d'investissements privés dans les actions de PME cotées en bourse, au moyen de partenariats avec des investisseurs institutionnels et d'investissements dans des fonds axés sur les PME émettrices. Les révisions du règlement sur les exigences de fonds propres (CRR) et du règlement «Solvabilité II» renforceront la base d'investisseurs pour les émetteurs en facilitant les investissements (à long terme) des banques et des compagnies d'assurance dans des actions de sociétés cotées.

La présente proposition est également conforme au nouveau programme européen d'innovation²³ publié en 2022.

La proposition tient également 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 de PME et d'autres obligations liées à la cotation.

Enfin, la présente proposition aidera en particulier les PME de l'Union à bénéficier d'un régime législatif plus clair et moins complexe pour accéder aux marchés des capitaux. Cela est également conforme à l'objectif du train de mesures de soutien aux PME annoncé par la

²² 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).

²³ Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions – Un nouveau programme européen d'innovation (COM/2022/332 final).

présidente de la Commission, Ursula von der Leyen, dans son discours sur l'état de l'Union européenne du 19 septembre 2022²⁴.

2. BASE JURIDIQUE, SUBSIDIARITÉ ET PROPORTIONNALITÉ

• Base juridique

La proposition est fondée sur l'article 50, sur l'article 53, paragraphe 1, et sur l'article 114 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE)²⁵.

L'article 50, paragraphe 1, du TFUE et, en particulier, l'article 50, paragraphe 2, point g), du TFUE confèrent à l'Union européenne la compétence 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». L'article 50 du TFUE demande au Parlement et au Conseil d'agir par voie de directives.

L'article 114 du TFUE prévoit l'adoption des 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 législateur de l'Union peut recourir à cet article notamment lorsque les disparités entre les réglementations nationales entravent les libertés fondamentales ou créent des distorsions de concurrence, et ont ainsi une incidence directe sur le fonctionnement du marché intérieur.

La base juridique des modifications à apporter à la MiFID II est l'article 53, paragraphe 1, du TFUE. L'article 53 du TFUE confère aux colégislateurs le pouvoir d'adopter des directives visant à faciliter l'accès aux activités commerciales et leur exercice dans l'ensemble de l'Union.

• 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). Il convient d'évaluer si les objectifs de la proposition: i) ne peuvent pas être atteints par les seuls États membres; et ii) peuvent l'être mieux au niveau de l'Union, compte tenu de leurs dimensions et effets. Il convient également d'examiner si les objectifs seraient mieux atteints par une action au niveau de l'Union (ce que l'on appelle le «critère de la valeur ajoutée européenne»).

La mesure proposée vise à garantir une meilleure couverture des travaux de recherche dans l'Union, en particulier en ce qui concerne les entreprises à faible et à moyenne capitalisation. Étant donné qu'elle a trait à des règles sur l'incitation qui sont régies par la MiFID II, ces règles révisées s'appliqueraient aussi au niveau de l'Union.

²⁴ Commission européenne – Déclaration intitulée «Un train de mesures de soutien» pour donner à nos PME une bouée de sauvetage en eaux troubles – blog du commissaire Thierry Breton; Bruxelles, le 19 septembre 2022.

²⁵ JO C 326 du 26.10.2012, p. 47

En ce qui concerne le code de conduite pour les recherches financées par l'émetteur, étant donné que ces recherches peuvent être effectuées dans un contexte transfrontière, la mesure proposée au niveau de l'Union garantirait que des exigences identiques ou similaires s'appliquent à toute recherche financée par l'émetteur, améliorant ainsi dans toute l'Union, de manière harmonisée, la qualité des recherches financées par des émetteurs et, partant, l'accès à des opportunités de financement via les marchés boursiers de l'Union.

En ce qui concerne les exigences en matière de cotation énoncées dans la directive sur l'admission à la cote, les différences d'approche et d'interprétation des règles d'un État membre à l'autre sont telles qu'il est difficile de réduire la fragmentation réglementaire dans l'Union. Étant donné que la MiFID II inclut désormais les règles relatives à l'admission d'instruments financiers à la négociation et vise une harmonisation maximale entre les règles nationales, y introduire les autres dispositions pertinentes de la directive sur l'admission à la cote semble être le moyen le plus approprié de réduire les divergences dans l'application des règles de cotation au sein de l'Union.

- **Proportionnalité**

Concernant le principe de proportionnalité, la proposition se limite strictement à ce qui est nécessaire pour atteindre ses objectifs. Elle est compatible avec le principe de proportionnalité, compte tenu du juste équilibre entre les intérêts des acteurs du marché qui sont en jeu et le rapport coût-efficacité de la mesure.

S'agissant de la recherche en investissements, la modification réglementaire proposée réduira la charge pesant sur les entreprises d'investissement et permettra ainsi que davantage d'entreprises à faible et à moyenne capitalisation soient couvertes par des activités de recherche et bénéficient d'une meilleure visibilité sur le marché.

En ce qui concerne la directive sur l'admission à la cote, la proposition de l'abroger complètement et d'inclure les dispositions pertinentes dans la MiFID II est un signe d'évolution de l'environnement législatif.

- **Choix de l'instrument**

La présente proposition modifie une directive du Parlement européen et du Conseil adoptée sur la base de l'article 53, paragraphe 1, du TFUE. Une proposition de directive est donc nécessaire pour modifier ladite directive.

La directive sur l'admission à la cote est fondée sur les articles 50 et 114 du TFUE. Elle sera abrogée et les dispositions pertinentes en matière de cotation seront introduites dans la MiFID II, de sorte que les États membres puissent apporter à la législation en vigueur les modifications nécessaires pour garantir le respect des dispositions applicables de la MiFID II.

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**

La présente initiative vise à réduire la charge réglementaire pesant sur les émetteurs durant le processus d'admission à la cote et par la suite, lorsqu'ils sont cotés. Par conséquent, elle ne couvre que les aspects de la législation de l'Union que les parties intéressées considèrent comme entravant l'accès des entreprises aux marchés boursiers et leur capacité à y rester.

Pour étayer cette initiative, les services de la Commission ont collecté une quantité importante de données directement auprès des plates-formes de négociation et des émetteurs (y compris auprès d'associations de PME). Le TESG (en place entre octobre 2020 et mai 2021) a fourni certains éléments qui sont venus s'ajouter aux contributions reçues des acteurs du marché. La Commission a également commandé à Oxera, en novembre 2020, une étude sur les marchés des capitaux primaires et secondaires au sein de l'Union, qui contient une vue d'ensemble très détaillée de ces marchés. De nombreux travaux de chercheurs et d'universitaires ont également fait partie des sources utilisées.

De plus amples informations sur les problèmes recensés dans la proposition sont fournies dans l'analyse d'impact, annexée à la présente proposition, du paquet législatif sur l'admission à la cote. L'annexe 7 donne un aperçu de la manière dont la directive sur l'admission à la cote a été mise en œuvre par les États membres et présente des actions susceptibles d'être menées à l'avenir. L'annexe 9 analyse les règles relatives à la recherche en matière d'investissement ainsi que les modifications apportées jusqu'à présent à l'environnement réglementaire de l'Union. Elle présente également d'éventuelles pistes pour l'avenir.

- **Consultation des parties intéressées**

Le 19 novembre 2021, la Commission a lancé une consultation publique et ciblée de 14 semaines visant à recueillir l'avis des parties intéressées sur la manière d'accroître l'attractivité globale de la cotation sur les marchés boursiers de l'Union, y compris sur les éventuelles lacunes du cadre réglementaire de nature à dissuader les entreprises de lever des fonds sur les marchés des capitaux. La consultation a soulevé des questions spécifiques concernant le règlement (UE) 2017/1129, le règlement (UE) n° 596/2014, la directive 2001/34/CE et la directive 2014/65/UE, ainsi que, plus généralement, les domaines d'amélioration.

Au total, 108 réponses ont été reçues, envoyées par les parties prenantes de 22 États membres, des États-Unis, du Royaume-Uni et de Suisse.

La plupart des répondants (60 %) ont estimé qu'il était souhaitable d'inclure dans un acte de niveau 1 les conditions sous réserve desquelles l'opérateur d'un MTF peut faire enregistrer un segment du MTF en tant que marché de croissance des PME, soulignant qu'une telle mesure renforcerait la clarté juridique. Ils ont ajouté qu'une telle modification pourrait également inciter davantage de MTF à faire enregistrer des segments de marché en tant que marchés de croissance des PME.

Une courte majorité de répondants (51 %) a estimé que le nouveau régime de recherche introduit par le CMRP était une bonne mesure pour soutenir l'accès des PME aux marchés des capitaux. La plupart d'entre eux a fait observer que l'incidence du CMRP était toutefois très limitée. Certains ont souligné que les gestionnaires d'actifs et les prestataires de recherche jugeaient peu rentable d'inclure les PME dans leur champ de recherche, et qu'il s'agissait apparemment d'une tendance à long terme. Néanmoins, les associations professionnelles, en particulier, et les ANC ont souligné qu'il était encore trop tôt pour se prononcer sur l'incidence globale du nouveau régime. L'écrasante majorité des répondants (72,9 %) estime qu'il serait utile d'assouplir davantage encore le régime prévu par la MiFID II en matière de recherches. Si certains ont proposé de supprimer le seuil d'exemption afin d'englober tout le segment des entreprises à faible et à moyenne capitalisation, plusieurs associations professionnelles ont estimé que le retour à un regroupement complet des prix pour l'exécution de transactions et les travaux de recherche sur les entreprises était la seule solution pour stimuler la recherche sur les PME (laquelle a pratiquement cessé). Certains ont également estimé que le régime prévu par la MiFID II en matière de recherche était mal conçu, quelle

que soit la taille des entreprises. Selon eux, ce régime incite indirectement à abandonner une part accrue de la valeur des services de recherche à une poignée de grands acteurs (ce qui entraîne une concentration du secteur).

Une majorité a recommandé d'exempter totalement de la règle de dissociation les recherches portant sur les revenus fixes, la réforme n'ayant eu aucune incidence sur les écarts (*spreads*) et n'ayant pas conduit à davantage de recherches de la part de prestataires indépendants. Toutefois, quelques répondants se sont aussi fermement opposés à un nouveau regroupement complet, faisant valoir que cela créerait des inégalités de concurrence inacceptables entre le travail de recherche fourni par des entreprises d'investissement et celui fourni par d'autres prestataires de recherche – la recherche doit être indépendante, que l'entité qui en est à l'origine exerce ou non d'autres activités ou fasse partie ou non d'un groupe. De nombreux répondants ont proposé d'encourager les recherches financées par l'émetteur en affirmant qu'il s'agissait de la seule manière de développer les travaux de recherche sur les PME (tant pour l'investissement en fonds propres qu'en produits à revenu fixe). Ils ont toutefois suggéré de mettre en place des garde-fous pour rendre ces recherches plus acceptables aux yeux des investisseurs, par exemple en les soumettant à un code de conduite et en les désignant clairement comme des travaux de recherche financés par l'émetteur (et non comme des informations publicitaires). Une grande majorité des répondants (58,5 %) a estimé que la directive sur l'admission à la cote, dans sa forme actuelle, devait être modifiée. Les répondants étaient partagés quant à la question de savoir si la directive sur l'admission à la cote devait être intégrée dans un autre acte législatif ou si elle devait être modifiée en tant que directive, modifiée et transformée en règlement, ou encore abrogée. Plus de 33 % des répondants ont estimé que les définitions figurant à l'article 1^{er} de ladite directive étaient obsolètes. Près de 47 % d'entre eux n'ont pas été en mesure de répondre. Très peu de répondants (20 %) n'ont pas jugé ces définitions obsolètes. La plupart des répondants (54 %) ont estimé que la grande souplesse que la directive sur l'admission à la cote laisse aux États membres et aux ANC en ce qui concerne l'application des règles d'admission à la cote officielle d'actions et de titres de créance est appropriée compte tenu des conditions de marché locales. La majorité des répondants qui se sont exprimés ont estimé que les dispositions sur la capitalisation boursière attendue (article 43, paragraphe 1, de la directive sur l'admission à la cote), la publication des comptes préalablement à l'introduction en bourse (article 44 de la directive sur l'admission à la cote) et l'exigence en matière de flottant (article 48, paragraphe 5, de la directive sur l'admission à la cote) étaient très pertinentes, ou plutôt pertinentes (respectivement 67 %, 68 % et 72 %). Si certains répondants ont ajouté qu'une certaine flexibilité était nécessaire pour adapter les exigences en fonction de la taille du marché ou de l'émetteur (pour avoir la possibilité d'abaisser le seuil de flottant), d'autres ont déclaré qu'une marge d'appréciation au niveau national ne serait pas nécessaire si un seuil minimal approprié était fixé au niveau de l'Union.

- **Obtention et utilisation d'expertise**

Ces dernières années, l'accès des entreprises, et en particulier des PME, aux marchés boursiers a été au cœur des évaluations régulières de la Commission. Des questions relatives à la charge réglementaire pesant sur les entreprises lors de l'accès aux marchés boursiers ont été soulevées dans le cadre du TESG et du plan d'action de 2020 pour la mise en place d'une UMC. La Commission a également tenu compte des recherches approfondies menées sur le sujet dans le cadre de l'étude d'Oxera.

Elle a également organisé, en avril 2022, deux réunions/ateliers techniques avec les parties prenantes du secteur afin d'affiner encore les options stratégiques envisagées.

En outre, la Commission a présenté l'objectif de la proposition au groupe d'experts du comité européen des valeurs mobilières et aux coordinateurs de la commission des affaires économiques et monétaires (ECON) du Parlement européen.

Recommandations du groupe d'experts

En octobre 2020, la Commission européenne a lancé le TESG. Ce groupe était chargé de suivre et d'évaluer le fonctionnement des marchés de croissance des PME, ainsi que de fournir une expertise et d'éventuelles contributions dans d'autres domaines pertinents en rapport avec l'accès des PME aux marchés boursiers. Le TESG a confirmé les préoccupations exprimées par les parties intéressées quant à la nécessité de prendre des mesures législatives supplémentaires pour favoriser l'admission à la cote des entreprises, et en particulier des PME. Dans son rapport final, publié en mai 2021, le TESG a formulé 12 recommandations, encourageant notamment les États membres à prendre des mesures pour promouvoir les travaux de recherche sur les titres de capital de toutes les petites et moyennes entreprises cotées.

Réunions des parties intéressées

Les services de la Commission ont également organisé, en avril 2022, deux réunions/ateliers techniques avec les parties intéressées du secteur afin d'affiner encore les options stratégiques envisagées par la Commission. La réunion avec les bourses s'est tenue le 5 avril 2022. La plupart se sont dites favorables à l'abrogation de la directive sur l'admission à la cote du moment que certains éléments (flottant et capitalisation boursière prévisible minimale) étaient intégrés dans le régime prévu par la MiFID II. Certaines se sont également prononcées en faveur de l'abaissement du flottant minimal à 10 %. Une bourse a estimé que la notion d'«admission à la cote officielle» était importante et devait être conservée, raison pour laquelle elle s'est opposée à l'abrogation de la directive. La réunion avec les émetteurs et les investisseurs s'est tenue le 8 avril 2022. En ce qui concerne la directive sur l'admission à la cote, les participants qui se sont exprimés ont jugé utile de supprimer les dispositions relatives au flottant.

Réunions avec des experts des États membres

La Commission a également présenté l'objectif de la proposition au groupe d'experts du comité européen des valeurs mobilières (EGESC) le 15 octobre 2021, ainsi que les 17 et 30 mai 2022. Les délégations participant à la discussion se sont montrées favorables à l'objectif de la Commission visant à améliorer l'attractivité des marchés boursiers de l'Union, tout en garantissant la protection des investisseurs et l'intégrité du marché.

Réunion avec les coordonnateurs ECON au sein de la commission du Parlement européen

Les coordonnateurs représentant les députés du Parlement européen et participant à la discussion ont accueilli favorablement la ligne d'action proposée par la Commission en ce qui concerne le paquet législatif sur l'admission à la cote, reconnaissant le problème qui touche 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 suffisante des investisseurs.

• Analyse d'impact

L'analyse d'impact a été soumise au comité d'examen de la réglementation (CER) le 10 juin 2022 et approuvée par ce dernier – avec réserves – le 8 juillet 2022. Le CER a demandé de modifier le projet d'analyse d'impact afin de clarifier: i) l'articulation et la cohérence du

paquet législatif sur l'admission à la cote avec d'autres initiatives connexes relatives aux marchés des capitaux; ii) les risques et les limites de l'analyse; et iii) les différents points de vue exprimés par les différentes catégories de parties prenantes sur la définition du problème, les options et leurs incidences. Les observations du comité ont été prises en considération et intégrées dans la version finale de l'analyse d'impact.

Celle-ci se concentre sur la détection et l'élimination des obstacles réglementaires spécifiques à chaque étape du processus d'admission à la cote. Elle examine d'abord les obstacles qui, au stade antérieur à l'IPO, découlent du droit des sociétés, et plus particulièrement du fait qu'une cotation fondée sur une structure d'actions à votes multiples n'est pas possible dans certains États membres. Elle se concentre ensuite sur les obstacles rencontrés au stade de l'introduction en bourse qui découlent du règlement «prospectus», notamment des coûts élevés liés à l'établissement d'un prospectus. Enfin, elle traite des obstacles rencontrés lors de la phase postérieure à l'introduction en bourse qui sont liés au règlement MAR, et en particulier aux coûts qu'entraîne l'insécurité juridique concernant l'obligation des émetteurs de publier les informations privilégiées. Pour chaque étape du processus d'admission à la cote, l'analyse d'impact présente deux options stratégiques différentes, après avoir examiné les données empiriques disponibles et tenu compte des points de vue des parties prenantes.

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

Bien que les modifications réglementaires présentées dans les options ne permettent pas, à elles seules, de relever tous les défis auxquels sont confrontés les marchés boursiers de l'Union, l'objectif est qu'elles soient complétées par d'autres mesures envisagées dans le cadre d'un plan plus large visant à améliorer l'accès des entreprises aux marchés publics des capitaux et contribuent ainsi à inverser la tendance négative actuelle observée sur les marchés boursiers de l'Union. Sans ces améliorations réglementaires, les marchés boursiers de l'Union continueraient de s'appuyer sur le cadre réglementaire sub-optimal régissant l'admission à la cote, ce qui réduirait l'attractivité des marchés boursiers et entraînerait un coût économique pour les émetteurs et les investisseurs de l'Union ainsi que pour l'économie de l'Union dans son ensemble. Le scénario de base ne prévoit donc aucune modification du cadre législatif régissant les règles sur l'admission à la cote et sur les sociétés déjà cotées.

En ce qui concerne la directive sur l'admission à la cote, l'analyse d'impact recommande l'abrogation de ladite directive et le transfert dans la MiFID II des dispositions pertinentes de cette directive.

En ce qui concerne la MiFID, l'analyse d'impact recommande d'examiner les mesures qui pourraient être adoptées pour revitaliser le marché de la recherche en investissements, telles que l'augmentation du seuil de capitalisation boursière des émetteurs/entreprises en dessous duquel l'exemption s'applique afin d'inclure une couverture plus large des PME. En outre, une autre mesure susceptible d'encourager la recherche financée par l'émetteur consisterait à créer un «code de conduite» qui réglementerait ces recherches.

En ce qui concerne l'impact social, économique et environnemental, ainsi que les principes de respect du climat et d'absence de préjudice important, la présente proposition contribuera au programme de l'UMC et à la réalisation de ses objectifs de développement et de poursuite de l'intégration des marchés des capitaux dans l'Union. Les mesures réglementaires proposées dans la présente initiative devraient avoir une incidence sur toutes les entreprises de l'Union, mais en particulier sur les PME, qui sont davantage exposées à une charge réglementaire (excessive) que les grandes entreprises ayant un potentiel d'absorption des coûts plus élevé. La présente 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 généralement des besoins en capitaux plus élevés.

L'initiative ne devrait pas avoir d'impact social direct. Elle peut cependant avoir un impact positif indirect sur l'emploi. Bien que son impact social (indirect) ne puisse être quantifié, il est probable qu'il soit positif. Pour autant que la proposition atteigne son objectif consistant à faciliter l'accès des entreprises de l'Union aux marchés boursiers, ces dernières pourront bénéficier d'une réserve de sources de financement plus diversifiée et plus large, ce qui leur permettra d'innover, de croître et d'employer davantage de personnes.

La mise en œuvre de la présente proposition ne devrait pas avoir d'incidences directes sur l'environnement ni causer de préjudice, direct ou indirect, important. Par contre, un grand nombre d'entreprises cotées sur les marchés boursiers peuvent s'engager dans l'innovation et le développement de nouvelles technologies respectueuses de l'environnement. Un meilleur accès au financement leur permettra de croître à un rythme plus rapide et d'allouer davantage de ressources financières à des programmes de recherche et de développement à même de contribuer aux objectifs du pacte vert pour l'Europe.

La présente proposition est conforme à l'ODD 8²⁶ – Travail décent et croissance économique, dans la mesure où elle contribue à la croissance des PME en facilitant l'accès au financement par l'intermédiaire des marchés boursiers. Les sociétés nouvellement cotées sont un moteur fondamental de l'investissement et de la création d'emplois. Un accès plus aisé aux marchés boursiers incite les entrepreneurs à se diversifier en période de turbulences économiques, menant ainsi à une économie plus résiliente. Il contribue également directement à la réalisation de la cible n° 8.3 «Promouvoir des politiques axées sur le développement qui favorisent des activités productives, la création d'emplois décents, l'entrepreneuriat, la créativité et l'innovation et stimulent la croissance des microentreprises et des petites et moyennes entreprises et facilitent leur intégration dans le secteur formel, y compris par l'accès aux services financiers», de la cible n° 8.10 «Renforcer la capacité des institutions financières nationales de favoriser et généraliser l'accès de tous aux services bancaires et financiers et aux services d'assurance» et, indirectement, de la cible n° 8.2 «Parvenir à un niveau élevé de productivité économique par la diversification, la modernisation technologique et l'innovation».

²⁶ Parmi les objectifs de développement durable (ODD) des Nations unies, l'ODD 8 concerne «le travail décent et la croissance économique». Le paquet législatif sur l'admission à la cote devrait contribuer à la croissance des PME en facilitant l'accès au financement par l'intermédiaire des marchés boursiers. Les sociétés nouvellement cotées sont un moteur fondamental de l'investissement et de la création d'emplois. Un accès plus aisé aux marchés boursiers incite les entrepreneurs à se diversifier en période de turbulences économiques, menant ainsi à une économie plus résiliente.

En outre, il est conforme à l'ODD n° 9 – industrie, innovation et infrastructure – dans la mesure où un accès plus aisé aux marchés boursiers améliorerait l'accès des petites entreprises (industrielles) à de nouvelles possibilités de financement. Cet accès leur fournirait d'autres sources de financement et garantirait leur capacité de croissance et d'innovation, y compris dans les domaines d'importance stratégique essentielle pour l'Union. Il contribue indirectement à la réalisation de la cible n° 9.3 «Accroître l'accès des entreprises, notamment des petites entreprises industrielles, aux services financiers, y compris aux prêts consentis à des conditions abordables, et leur intégration dans les chaînes de valeur et sur les marchés».

D'une manière générale, la présente proposition ne devrait pas avoir d'incidence sur la numérisation.

- **Réglementation affûtée et simplification**

Le paquet législatif global sur l'admission à la cote devrait permettre aux émetteurs, y compris aux PME, d'économiser chaque année quelque 167 millions d'EUR en frais administratifs. Les ANC devraient normalement être en mesure de réduire leurs coûts car des exigences plus simples et plus claires leur permettront d'exercer leurs activités de surveillance de manière plus efficiente. Étant donné que la pertinence et la valeur ajoutée de la directive sur l'admission à la cote ont diminué à la suite de la législation récemment adoptée, le paquet législatif sur l'admission à la cote propose également d'abroger ladite directive. La mise en œuvre de la proposition ne devrait entraîner que des coûts d'ajustement mineurs pour les émetteurs et les ANC.

- **Droits fondamentaux**

La proposition respecte les droits fondamentaux et observe les principes reconnus par la Charte, en particulier la liberté d'entreprise (article 16) et la protection des consommateurs (article 38). Étant donné que la présente initiative vise à alléger les charges administratives qui pèsent sur les émetteurs, elle contribuerait à renforcer le droit d'exercer librement leur activité.

4. INCIDENCE BUDGÉTAIRE

L'initiative ne devrait pas avoir d'incidence 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 en termes de réalisation des objectifs poursuivis et de décider de la nécessité éventuelle de nouvelles mesures ou de modifications.

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

Modifications de la directive 2014/65/UE

L'article 1^{er} de la proposition modifie la directive 2014/65/UE de la manière décrite ci-après.

- L'article 1^{er}, point 1), de la proposition modifie l'article 4, paragraphe 1, point 12), de la directive 2014/65/UE, qui définit les «marchés de croissance des PME», afin d'inclure dans la définition les segments de MTF.

- L'article 1^{er}, point 2) a), de la proposition introduit un nouveau point 3 *bis* sur les qualités des travaux de recherche en investissements. Il dispose que les travaux de recherche fournis par des tiers doivent être corrects, clairs et non trompeurs.
- L'article 1^{er}, point 2) a), de la proposition insère également un nouveau point 3 *ter* sur les conditions à remplir pour que la recherche soit désignée comme une «recherche financée par l'émetteur». Parmi ces conditions figurent l'obligation pour la recherche de respecter un code de conduite, ainsi que des exigences relatives au contenu, à la publication et au réexamen de ce code de conduite. Cet article précise en outre que les émetteurs peuvent soumettre le résultat des recherches qu'ils ont financées à l'organisme de collecte prévu par la proposition relative à un point d'accès unique européen. Une dernière précision est ajoutée, selon laquelle tout travail de recherche financé par l'émetteur mais qui n'a pas été produit conformément audit code de conduite doit être désigné comme information publicitaire.
- L'article 1^{er}, point 2) a), de la proposition introduit un nouveau point 3 *quinqüies*. Lorsqu'un travail de recherche est désigné comme une recherche financée par l'émetteur, il doit être clairement indiqué sur sa première page qu'il a été réalisé conformément à un code de conduite.
- L'article 1^{er}, point 2) b), de la proposition porte à 10 milliards d'EUR le seuil de capitalisation boursière des entreprises en dessous duquel les règles de dissociation ne sont pas applicables.
- L'article 1^{er}, points 3 a) à 3)c), précise que le segment d'un MTF peut être enregistré en tant que marché de croissance des PME, et fixe les conditions et exigences régissant son enregistrement ou la fin de son enregistrement.
- L'article 1^{er}, point 4), de la proposition introduit un nouvel article 51 *bis* afin de couvrir les conditions particulières relatives à l'admission d'actions à la négociation sur un marché réglementé. Ces conditions sont l'exigence minimale de 1 million d'EUR de capitalisation boursière pour les entreprises qui souhaitent faire coter leurs actions sur un marché réglementé, ainsi que l'exigence relative à un flottant minimal de 10 %. En outre, la Commission est habilitée à adopter des actes délégués afin de modifier ces seuils lorsqu'ils entravent la liquidité sur les marchés boursiers, en tenant compte des évolutions financières.

Modifications apportées à la directive 2001/34/CE

L'article 2 de la proposition abroge la directive sur l'admission à la cote.

L'article 3 porte sur l'obligation et le calendrier de transposition de la présente directive.

L'article 4 fixe la date d'entrée en vigueur de la présente directive.

L'article 5 précise les destinataires de la présente directive.

Proposition de

DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL

modifiant la directive 2014/65/UE afin de rendre les marchés des capitaux de l'Union plus attractifs pour les entreprises et de faciliter l'accès des petites et moyennes entreprises aux capitaux, et abrogeant la directive 2001/34/CE

(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, son article 53, paragraphe 1, 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 européen²⁷,

statuant conformément à la procédure législative ordinaire,

considérant ce qui suit:

- (1) La directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil²⁸ a été modifiée par le règlement (UE) 2019/2115 du Parlement européen et du Conseil²⁹, lequel a introduit des allègements proportionnés afin de renforcer le recours aux marchés de croissance des PME et de réduire les exigences réglementaires excessives imposées aux émetteurs sollicitant l'admission de valeurs mobilières sur les marchés de croissance des PME, tout en préservant un niveau approprié de protection des investisseurs et d'intégrité du marché. Toutefois, afin de rationaliser le processus d'admission à la cote et de rendre le traitement réglementaire des entreprises plus souple et plus proportionné à leur taille, il est indispensable d'apporter de nouvelles modifications à la directive 2014/65/UE.
- (2) La directive 2014/65/UE et la directive déléguée (UE) 2017/593 de la Commission³⁰ définissent les conditions à respecter pour que les travaux de recherche en investissements fournis par des tiers à des entreprises d'investissement prestataires de

²⁷ JO C , , p. .

²⁸ 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).

²⁹ 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).

³⁰ Directive déléguée (UE) 2017/593 de la Commission du 7 avril 2016 complétant la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la sauvegarde des instruments financiers et des fonds des clients, les obligations applicables en matière de gouvernance des produits et les règles régissant l'octroi ou la perception de droits, de commissions ou de tout autre avantage pécuniaire ou non pécuniaire (JO L 87 du 31.3.2017, p. 500).

services de gestion de portefeuille ou d'autres services d'investissement ou services auxiliaires ne soit pas considérée comme une incitation. Afin d'encourager davantage la recherche en investissements sur les entreprises de l'Union, en particulier sur les entreprises à faible ou moyenne capitalisation, et de donner à ces entreprises plus de visibilité et plus de possibilités d'attirer des investisseurs potentiels, il est nécessaire d'apporter certaines modifications à ladite directive.

- (3) Les dispositions de la directive 2014/65/UE relatives à la recherche imposent aux entreprises d'investissement de séparer les paiements qu'elles reçoivent en tant que commissions de courtage des rémunérations perçues pour la recherche en investissements («règles de dissociation de la recherche»), ou de financer la recherche en investissements sur leurs propres ressources, et d'évaluer la qualité des travaux de recherche qu'elles achètent à l'aune de critères de qualité solides, ainsi que la capacité de ces travaux à améliorer leurs décisions d'investissement. En 2021, ces règles ont été modifiées par la directive (UE) 2021/338 du Parlement européen et du Conseil³¹ afin de permettre des paiements groupés pour la prestation de services d'exécution et de recherche pour les entreprises à faible et à moyenne capitalisation dont la capitalisation boursière est inférieure à 1 milliard d'EUR. La diminution des activités de recherche en investissements n'a toutefois pas ralenti.
- (4) Afin de revitaliser le marché de la recherche en investissements et d'obtenir qu'elle couvre suffisamment d'entreprises, en particulier des entreprises à faible et à moyenne capitalisation, il est nécessaire d'assouplir davantage les règles de dissociation relatives à la recherche. Le fait de relever de 1 milliard d'EUR à 10 milliards d'EUR le seuil de capitalisation boursière des entreprises en dessous duquel les règles de dissociation ne sont pas applicables permettra à un plus grand nombre d'entreprises à faible et à moyenne capitalisation, et en particulier d'entreprises à moyenne capitalisation, d'être incluses dans des travaux de recherche, ce qui renforcera leur visibilité aux yeux des investisseurs potentiels et augmentera ainsi leur capacité à lever des fonds sur les marchés.
- (5) En outre, pour que davantage d'entreprises à faible et à moyenne capitalisation soient couvertes par des travaux de recherche en investissements, les travaux de recherche entièrement ou partiellement financés par l'émetteur devraient être désignés comme «recherche financée par l'émetteur». Afin que le matériel issu de la recherche présente un niveau suffisant d'objectivité et d'indépendance, il devrait être produit conformément à un code de conduite élaboré ou approuvé par un opérateur de marché enregistré dans un État membre ou par une autorité compétente. Afin de favoriser une plus grande visibilité des recherches financées par des émetteurs, ceux-ci devraient avoir la possibilité de soumettre ce type de recherche à l'organisme de collecte compétent tel que défini³² à l'article 2, paragraphe 2, de la proposition de règlement relatif à un point d'accès unique européen³³].
- (6) La directive 2014/65/UE a introduit la catégorie des marchés de croissance des PME pour accroître la visibilité et rehausser le profil des marchés spécialisés dans les PME

³¹ Directive (UE) 2021/338 du Parlement européen et du Conseil du 16 février 2021 modifiant la directive 2014/65/UE en ce qui concerne les obligations d'information, la gouvernance des produits et les limites de position, et les directives 2013/36/UE et (UE) 2019/878 en ce qui concerne leur application aux entreprises d'investissement, afin de soutenir la reprise à la suite de la crise liée à la COVID-19 (JO L 68 du 26.2.2021, p. 14).

³² Voir article 2, paragraphe 2, de la proposition de règlement [2021.78.COD].

³³ Proposition de règlement [2021/03.78.COD]

et pour favoriser l'élaboration dans l'Union de normes réglementaires communes pour ces marchés. Les marchés de croissance des PME jouent un rôle essentiel dans la mesure où ils facilitent l'accès aux capitaux pour ces petits émetteurs en répondant à leurs besoins. Afin de favoriser le développement de ces marchés spécialisés et de limiter la charge organisationnelle imposée aux opérateurs de systèmes multilatéraux de négociation (MTF), il est nécessaire de permettre qu'un segment de MTF puisse demander à devenir un marché de croissance des PME, à condition que ce segment soit clairement séparé du reste du MTF.

- (7) La directive 2001/34/CE du Parlement européen et du Conseil³⁴ définit des règles d'admission à la cote sur les marchés de l'Union. Cette directive vise à coordonner les règles relatives à l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de valeurs et à l'information à publier sur ces valeurs afin d'assurer une protection équivalente des investisseurs au niveau de l'Union. Elle fixe également les règles régissant le cadre de réglementation et de surveillance des marchés primaires de l'Union. Au fil des ans, la directive 2001/34/CE a été modifiée à plusieurs reprises de manière significative. La directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil³⁵ et la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil³⁶ ont remplacé la plupart des dispositions harmonisant les conditions applicables à la fourniture d'informations relatives aux demandes d'admission de valeurs mobilières à la cote officielle et d'informations sur les valeurs mobilières admises à la négociation, et ont rendu superflue une grande partie de la directive 2001/34/CE. La directive 2001/34/CE, en tant que directive d'harmonisation minimale, confère aux États membres une marge d'appréciation assez large pour s'écarter des règles qui y sont énoncées, entraînant de la sorte une fragmentation du marché dans l'Union. Afin de favoriser l'harmonisation du marché au niveau de l'Union et de créer un corpus réglementaire unique, il convient d'abroger la directive 2001/34/CE.
- (8) La directive 2014/65/UE, à l'instar de la directive 2001/34/CE, prévoit la réglementation des marchés d'instruments financiers et renforce la protection des investisseurs dans l'Union. Elle définit aussi des règles pour l'admission d'instruments financiers à la négociation. L'extension du champ d'application de la directive 2014/65/UE à certaines dispositions spécifiques de la directive 2001/34/CE garantira le maintien de toutes les dispositions pertinentes de cette dernière. Un certain nombre de dispositions de la directive 2001/34/CE, y compris les exigences relatives au flottant et à la capitalisation boursière qui restent en vigueur, sont appliquées par les autorités compétentes et sont considérées comme des règles importantes lorsqu'il s'agit, pour les participants au marché, de demander l'admission à la négociation d'actions sur des marchés réglementés de l'Union. Il est donc nécessaire de transférer ces règles dans la directive 2014/65/UE afin de fixer, dans une nouvelle disposition de ladite directive, des conditions minimales spécifiques pour l'admission à la

³⁴ 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).

³⁵ Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 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, et modifiant la directive 2001/34/CE (JO L 345 du 31.12.2003, p. 64).

³⁶ directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE (JO L 390 du 31.12.2004, p. 38).

négociation d'actions sur des marchés réglementés. L'application de cette nouvelle disposition devrait compléter les dispositions générales de la directive 2014/65/UE relatives à l'admission d'instruments financiers à la négociation.

- (9) Afin de procurer une plus grande flexibilité aux émetteurs et de rendre les marchés de capitaux de l'Union plus compétitifs, l'exigence de flottant minimal devrait être ramenée à 10 %, un seuil à même de garantir un niveau suffisant de liquidités sur le marché. L'exigence de flottant prévue par la directive 2001/34/CE, selon laquelle un nombre suffisant d'actions doit être diffusé dans le public d'un ou de plusieurs États membres, fait référence au public au sein de l'Union et de l'Espace économique européen (UE/EEE). Cette restriction géographique de l'exigence de flottant à l'Union/EEE ne devrait pas être maintenue, étant donné que la directive 2014/65/UE ne prévoit pas de restriction de ce type pour les instruments financiers admis à la négociation. L'exigence selon laquelle une société doit avoir publié ou déposé ses comptes annuels pour une période donnée ne devrait pas être transférée dans la directive 2014/65/UE, puisque le règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil³⁷ contient déjà une disposition à cet effet. La directive 2014/65/UE contient déjà des dispositions sur la désignation des autorités compétentes. Les dispositions de la directive 2001/34/CE prévoyant la désignation d'une ou plusieurs autorités compétentes sont donc redondantes. L'exigence relative aux obligations, selon laquelle le montant de l'emprunt ne peut être inférieur à 200 000 EUR, est considérée comme obsolète au vu des pratiques actuelles du marché.
- (10) La notion d'admission de valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de valeurs figurant dans la directive 2001/34/CE n'est plus utilisée de manière courante en raison de l'évolution du marché, la directive 2014/65/UE contenant déjà la notion d'«admission d'instruments financiers à la négociation sur un marché réglementé». Ces deux notions d'«admission à la cote officielle» et d'«admission à la négociation sur un marché réglementé» sont souvent utilisées de manière interchangeable dans certains États membres. Cela signifie que, dans certains États membres, aucune distinction n'est faite entre les deux. En outre, ce double régime d'admission à la négociation, d'une part, et d'admission à la cote officielle, d'autre part, pourrait être une source d'insécurité juridique au niveau de l'Union, notamment parce que les exigences de la directive 2003/71/CE, de la directive 2004/109/CE et de la directive 2014/57/UE du Parlement européen et du Conseil³⁸ ne s'appliquent pas aux instruments admis à la cote officielle, alors qu'elles s'appliquent aux instruments admis à la négociation sur un marché réglementé.
- (11) Afin de renforcer la visibilité des sociétés cotées, en particulier des PME, et d'adapter les conditions d'admission à la cote de manière à améliorer les exigences applicables aux émetteurs, il convient de déléguer à la Commission le pouvoir d'adopter, conformément à l'article 290 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, des actes portant modification de la directive 2014/65/UE. Il convient d'adapter le seuil de capitalisation boursière des sociétés en dessous duquel il serait possible de

³⁷ 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).

³⁸ Directive 2014/57/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché (directive relative aux abus de marché) (JO L 173 du 12.6.2014, p. 179).

regrouper les frais d'exécution des transactions et les frais de recherche, afin de couvrir les entreprises à faible et à moyenne capitalisation et d'instaurer un cadre pour le développement d'une forme particulière de recherche financée par l'émetteur. L'adaptation des règles d'admission à la cote dans l'Union devrait également refléter les pratiques du marché, dans un souci d'efficacité et de promotion de la concurrence. Il importe particulièrement que la Commission procède aux consultations appropriées durant son travail préparatoire, y compris au niveau des experts, et que ces consultations soient menées conformément aux principes définis dans l'accord interinstitutionnel du 13 avril 2016 «Mieux légiférer»³⁹. En particulier, pour assurer leur égale participation à la préparation des actes délégués, le Parlement européen et le Conseil reçoivent tous les documents au même moment que les experts des États membres, et leurs experts ont systématiquement accès aux réunions des groupes d'experts de la Commission traitant de la préparation des actes délégués.

- (12) Il convient, dès lors, de modifier la directive 2014/65/UE en conséquence.
- (13) Étant donné que les objectifs de la présente directive, à savoir faciliter l'accès des entreprises à faible et à moyenne capitalisation aux marchés des capitaux et renforcer la cohérence des règles de l'Union relatives à l'admission à la cote, ne peuvent être atteints de manière suffisante par les États membres mais peuvent, en raison des améliorations et des effets visés, l'être mieux 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,

ONT ARRÊTÉ LA PRÉSENTE DIRECTIVE:

Article premier

Modifications de la directive 2014/65/UE

La directive 2014/65/UE est modifiée comme suit:

- (1) À l'article 4, paragraphe 1, le point 12) est remplacé par le texte suivant:
 - «12) “marché de croissance des PME”, un MTF, ou un segment de MTF, qui est enregistré en tant que marché de croissance des PME conformément à l'article 33;».
- (2) L'article 24 est modifié comme suit:
 - (a) les paragraphes 3 *bis* à 3 *quinqüies* suivants sont insérés:
 - «3 *bis*. Les travaux de recherche fournis par des tiers à des entreprises d'investissement qui fournissent des services de gestion de portefeuille ou d'autres services d'investissement ou services auxiliaires ainsi que les travaux de recherche produits et diffusés par ces entreprises sont corrects, clairs et non trompeurs. Les travaux de recherche sont clairement identifiables en tant que tels ou dans des termes similaires, pour autant que toutes les conditions qui leur sont applicables soient remplies.
 - 3 *ter*. Lorsque les travaux de recherche sont entièrement ou partiellement financés par l'émetteur et diffusés auprès du public ou d'entreprises

³⁹ JO L 123 du 12.5.2016, p. 1.

d'investissement ou de clients d'entreprises d'investissement qui fournissent des services de gestion de portefeuille ou d'autres services d'investissement ou services auxiliaires, ils sont désignés comme des "recherches financées par l'émetteur", à condition d'être produits conformément à un code de conduite élaboré ou approuvé par un opérateur de marché enregistré dans un État membre ou par une autorité compétente.

Ce code de conduite définit des normes minimales d'indépendance et d'objectivité à respecter par les fournisseurs de ces travaux de recherche. L'opérateur de marché ou l'autorité compétente publie ce code de conduite sur son site internet, et il le réexamine et l'approuve à nouveau tous les deux ans.

3 *quater*. Les États membres veillent à ce que tout émetteur puisse soumettre ses recherches financées par l'émetteur, telle que mentionnées au paragraphe 3 *ter* du présent article, à l'organisme de collecte compétent défini à [l'article 2, paragraphe 2, de la proposition de règlement relatif à un point d'accès unique européen⁴⁰].

3 *quinquies*. Les travaux de recherche désignés comme des recherches financées par l'émetteur doivent indiquer en première page, de manière claire et visible, qu'ils ont été produits conformément à un code de conduite. Le nom de l'opérateur de marché ou de l'autorité compétente qui a élaboré ou approuvé ce code de conduite est également mentionné. Tout autre matériel de recherche entièrement ou partiellement financé par l'émetteur mais non produit conformément à un code de conduite, comme prévu au paragraphe 3 *ter*, est désigné comme information publicitaire.»;

(b) au paragraphe 9 *bis*, le point c) est remplacé par le texte suivant:

«c) les travaux de recherche pour lesquels les frais combinés ou le paiement conjoint sont effectués concernent des émetteurs dont la capitalisation boursière, pour la période de trente-six mois précédant la fourniture des travaux de recherche, n'a pas dépassé 10 milliards d'EUR, sur la base des cotations de fin d'exercice pour les exercices où ces émetteurs sont ou étaient cotés, ou sur la base des capitaux propres pour les exercices où ces émetteurs ne sont ou n'étaient pas cotés.».

(3) L'article 33 est modifié comme suit:

(a) les paragraphes 1 et 2 sont remplacés par le texte suivant:

«1. Les États membres prévoient que l'opérateur d'un MTF puisse adresser à l'autorité compétente de son État membre d'origine une demande d'enregistrement du MTF ou d'un segment du MTF en tant que marché de croissance des PME.

2. Les États membres prévoient que l'autorité compétente de l'État membre d'origine puisse enregistrer le MTF ou le segment du MTF en tant que marché de croissance des PME si elle reçoit une demande telle que visée au paragraphe 1 et a la certitude que les exigences énoncées au paragraphe 3 sont

⁴⁰ Proposition de règlement [2021/0378.COD]

respectées en ce qui concerne le MTF, ou que les exigences énoncées au paragraphe 3 *bis* sont respectées en ce qui concerne le segment du MTF.»;

(b) le paragraphe 3 *bis* suivant est ajouté:

«3 *bis*. Les États membres veillent à ce que le segment concerné du MTF soit soumis à des règles, systèmes et procédures efficaces garantissant que les conditions visées au paragraphe 3 et l'ensemble des conditions suivantes ont été respectées:

- a) le segment du MTF enregistré en tant que “marché de croissance des PME” est clairement séparé des autres segments de marché exploités par l'opérateur du MTF et signalé comme tel, notamment, par un nom différent, des règles différentes, une stratégie de commercialisation différente et une publicité différente, ainsi que par l'attribution à ce segment d'un code d'identification de marché spécifique;
- b) les transactions effectuées sur ce segment spécifique du marché de croissance des PME sont clairement distinguées des autres activités de marché exercées au sein des autres segments du MTF;
- c) à la demande de l'autorité compétente de l'État membre d'origine, le MTF fournit une liste exhaustive des instruments cotés sur le segment concerné du marché de croissance des PME, ainsi que toute information sur le fonctionnement de ce segment que l'autorité compétente peut demander.»;

(c) les paragraphes 4 à 6 sont remplacés par le texte suivant:

«4. Les critères définis aux paragraphes 3 et 3 *bis* sont sans préjudice du respect, par l'entreprise d'investissement ou l'opérateur de marché exploitant le MTF ou le segment du MTF, des autres obligations prévues par la présente directive en matière d'exploitation de MTF.

5. Les États membres prévoient que l'autorité compétente de l'État membre d'origine peut mettre fin à l'enregistrement d'un MTF ou d'un segment de MTF en tant que marché de croissance des PME dans l'un des cas suivants:

- a) l'entreprise d'investissement ou l'opérateur de marché exploitant le MTF ou le segment de MTF demande qu'il soit mis fin à son enregistrement;
- b) les exigences énoncées aux paragraphes 3 et 3 *bis* ne sont plus respectées pour le MTF ou le segment de MTF.

6. Les États membres exigent que toute autorité compétente de l'État membre d'origine qui procède ou met fin à l'enregistrement d'un MTF ou d'un segment de MTF en tant que marché de croissance des PME en vertu du présent article en informe l'AEMF dans les plus brefs délais. L'AEMF publie et tient à jour sur son site internet une liste des marchés de croissance des PME.»;

(d) le paragraphe 8 est remplacé par le texte suivant:

«8. La Commission est habilitée à adopter des actes délégués conformément à l'article 89 afin de compléter la présente directive en précisant davantage les exigences énoncées aux paragraphes 3 et 3 *bis* du présent article. Ces exigences tiennent compte du fait qu'il est nécessaire de maintenir un

niveau élevé de protection des investisseurs afin de favoriser leur confiance dans ces marchés tout en réduisant le plus possible les charges administratives auxquelles sont soumis les émetteurs sur ces marchés. Elles tiennent aussi compte du fait qu'il ne doit pas être mis fin à des enregistrements, et que des enregistrements ne doivent pas être refusés, uniquement en raison d'un non-respect temporaire de l'exigence définie au paragraphe 3, point a), du présent article.».

(4) L'article 51 *bis* suivant est inséré:

«*Article 51 bis*

Conditions particulières relatives à l'admission d'actions à la négociation

1. Les États membres exigent que la capitalisation boursière prévisible des actions pour lesquelles l'admission à la négociation est demandée ou, si cette capitalisation ne peut être évaluée, que le capital et les réserves de la société, y compris le résultat, du dernier exercice, s'élèvent au minimum à 1 000 000 EUR ou à un montant équivalent dans une monnaie nationale autre que l'euro.
2. Toutefois, le paragraphe 1 ne s'applique pas à l'admission à la négociation d'actions fongibles avec des actions déjà admises à la négociation.
3. Si, à la suite de modifications de la contre-valeur de l'euro en monnaie nationale, le montant de la capitalisation boursière exprimé en monnaie nationale est inférieur ou supérieur d'au moins 10 % environ à 1 000 000 EUR pendant une période d'un an, l'État membre adapte, dans un délai de douze mois à compter de l'expiration de cette période, ses dispositions législatives, réglementaires ou administratives pour les mettre en conformité avec le paragraphe 1.
4. Les États membres exigent des marchés réglementés qu'ils veillent à ce qu'à tout moment au moins 10 % du capital souscrit représenté par la catégorie d'actions concernée par la demande d'admission à la négociation soit détenu par le public.
5. Lorsque le pourcentage d'actions détenues par le public est inférieur à 10 % du capital souscrit, les États membres veillent à ce que les marchés réglementés exigent qu'un nombre suffisant d'actions soit distribué au public pour satisfaire à l'exigence énoncée au paragraphe 4.
6. Lorsque l'admission à la négociation est demandée pour des actions fongibles avec des actions déjà admises à la négociation, les marchés réglementés évaluent, pour satisfaire à l'exigence énoncée au paragraphe 4, si un nombre suffisant d'actions a été distribué au public par rapport à l'ensemble des actions émises, et pas seulement par rapport aux actions fongibles avec des actions déjà admises à la négociation.
7. La Commission est habilitée à adopter conformément à l'article 89 des actes délégués modifiant la présente directive pour adapter les seuils visés aux paragraphes 1 et 3 ou aux paragraphes 4 et 5, ou dans ces deux groupes de dispositions, lorsque les seuils applicables entravent la liquidité sur les marchés boursiers compte tenu des évolutions financières.».

(5) L'article 89 est modifié comme suit:

(a) les paragraphes 2 et 3 sont remplacés par le texte suivant:

«2. La délégation de pouvoir visée à l'article 2, paragraphe 3, à l'article 2, paragraphe 4, à l'article 4, paragraphe 1, point 2), deuxième alinéa, à

l'article 4, paragraphe 2, à l'article 13, paragraphe 1, à l'article 16, paragraphe 12, à l'article 23, paragraphe 4, à l'article 24, paragraphe 13, à l'article 25, paragraphe 8, à l'article 27, paragraphe 9, à l'article 28, paragraphe 3, à l'article 30, paragraphe 5, à l'article 31, paragraphe 4, à l'article 32, paragraphe 4, à l'article 33, paragraphe 8, à l'article 51 *bis*, paragraphe 7, à l'article 52, paragraphe 4, à l'article 54, paragraphe 4, à l'article 58, paragraphe 6, à l'article 64, paragraphe 7, à l'article 65, paragraphe 7, et à l'article 79, paragraphe 8, est conféré à la Commission pour une durée indéterminée.

3. La délégation de pouvoir visée à l'article 2, paragraphe 3, à l'article 2, paragraphe 4, à l'article 4, paragraphe 1, point 2), deuxième alinéa, à l'article 4, paragraphe 2, à l'article 13, paragraphe 1, à l'article 16, paragraphe 12, à l'article 23, paragraphe 4, à l'article 24, paragraphe 13, à l'article 25, paragraphe 8, à l'article 27, paragraphe 9, à l'article 28, paragraphe 3, à l'article 30, paragraphe 5, à l'article 31, paragraphe 4, à l'article 32, paragraphe 4, à l'article 33, paragraphe 8, à l'article 51 *bis*, paragraphe 7, à l'article 52, paragraphe 4, à l'article 54, paragraphe 4, à l'article 58, paragraphe 6, à l'article 64, paragraphe 7, à l'article 65, paragraphe 7, et à l'article 79, paragraphe 8, peut être révoquée à tout moment par le Parlement européen ou le Conseil. La décision de révocation met fin à la délégation de pouvoir qui y est précisée. La révocation prend effet le jour suivant celui de la publication de ladite décision au *Journal officiel de l'Union européenne* ou à une date ultérieure qui est précisée dans ladite décision. Elle ne porte pas atteinte à la validité des actes délégués déjà en vigueur.»;

(b) le paragraphe 5 est remplacé par le texte suivant:

«5. Un acte délégué adopté en vertu de l'article 2, paragraphe 3, de l'article 2, paragraphe 4, de l'article 4, paragraphe 1, point 2), deuxième alinéa, de l'article 4, paragraphe 2, de l'article 13, paragraphe 1, de l'article 16, paragraphe 12, de l'article 23, paragraphe 4, de l'article 24, paragraphe 13, de l'article 25, paragraphe 8, de l'article 27, paragraphe 9, de l'article 28, paragraphe 3, de l'article 30, paragraphe 5, de l'article 31, paragraphe 4, de l'article 32, paragraphe 4, de l'article 33, paragraphe 8, à l'article 51 *bis*, paragraphe 7, de l'article 52, paragraphe 4, de l'article 54, paragraphe 4, de l'article 58, paragraphe 6, de l'article 64, paragraphe 7, de l'article 65, paragraphe 7, ou de l'article 79, paragraphe 8, n'entre en vigueur que si le Parlement européen ou le Conseil n'a pas exprimé d'objections dans un délai de trois mois à compter de la notification de cet acte au Parlement européen et au Conseil ou si, avant l'expiration de ce délai, le Parlement européen et le Conseil ont tous deux informé la Commission de leur intention de ne pas exprimer d'objections. Ce délai est prolongé de trois mois à l'initiative du Parlement européen ou du Conseil.».

Article 2

Abrogation de la directive 2001/34/CE

La directive 2001/34/CE est abrogée à compter du... [OP: prière d'insérer la date correspondant à 24 mois après l'entrée en vigueur de la présente directive].

Article 3
Transposition

1. Les États membres adoptent et publient les dispositions législatives, réglementaires et administratives nécessaires pour se conformer à la présente directive au plus tard le... [OP: veuillez insérer la date correspondant à 12 mois après la date d'entrée en vigueur de la présente directive]. Ils communiquent immédiatement à la Commission le texte de ces dispositions.

Ils appliquent ces dispositions à partir du... [OP: prière d'insérer la date correspondant à 18 mois après la date d'entrée en vigueur de la présente directive].

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 4
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 5
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